

HELSINGIN KAUPPAKORKEAKOULU  
Laskentatoimen ja rahoituksen laitos



## SUOMALAISTEN PÖRSSIYHTIÖIDEN YHTIÖKOKOUSKÄYTÄNTÖ

HELSINGIN  
KAUPPAKORKEAKOULUN  
KIRJASTO

9785

Rahoitus  
Pro Gradu -tutkielma  
Ville Toivonen  
Kevät 2005

Laskentatoimen ja rahoituksen laitoksen laitosneuvoston kokouksessa 17, 5 2005 hyväksytty  
arvosanalla erinomainen, 80 pistettä  
Matti Keloheimo Vesa Puttonen  
KTT KTT

## SUOMALAISTEN PÖRSSIYHTIÖIDEN YHTIÖKOKOUSKÄYTÄNTÖ

### TAVOITTEET

Tutkimukseni tavoitteet ovat kolmiosaiset. Ensinnäkin, tavoitteenani on luoda mahdollisimman tarkka ja monipuolinen yleiskuvaus suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouskäytännöstä vuosina 1999–2004 käyttäen pääasiallisena tietolähteenä tutkimukseen osallistuneiden yhtiöiden (kohdeyhtiöt) varsinaisten yhtiökokousten pöytäkirjoja. Toiseksi, tulen testaamaan tilastollisesti kohdeyhtiöiden taloudellisen menestyksen ja omistusrakenteen sekä yhtiökokouskäytännön välisiä riippuvuussuhteita. Kolmanneksi, pyrin valottamaan yhtiökokousten käytännön näkökulmaa asiantuntijahaastatteluiden avulla.

### AINEISTO

Tutkimusaineistoni keskeinen osa muodostuu 56 pörssiyhtiön 315 yhtiökokouspöytäkirjasta vuosilta 1999–2004. Lisäksi olen kerännyt kohdeyhtiöiden taloudellisia ja omistusrakennetta kuvaavia tunnuslukuja Talouselämä -lehden yritystietokannasta, kohdeyhtiöiden internetsivuilta ja vuosikertomuksista.

### TULOKSET

Tulokset osoittavat, että osakkaiden läsnäolomäärät yhtiökokouksissa ovat nousussa lukumääräisesti mitattuna. Kohdeyhtiön suuri koko, ääniomistuksen keskittyminen sekä laaja ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus vähentävät yhtiökokoukseen osallistuvien osakkaiden suhteellista määrää.

Kohdeyhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys lisää osakkaan yhtiökokouksessa tekemän ehdotuksen saamaa kannatusta. Lisäksi kohdeyhtiön suuri koko, osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo, äänten pienempi suhteellinen läsnäolo ja yhtiön pieni hallintarekisteriomistus lisäävät osakkaan ehdotuksen kannatusta.

Kohdeyhtiön suuri koko, yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyys ja osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo lisäävät kaikkien yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä. Äänten suurempi suhteellinen läsnäolo ja yhtiön huono oman pääoman tuotto lisäävät äänestysten ja osakkaiden tekemien ehdotusten todennäköisyyttä. Merkittävä vastustusten todennäköisyyttä lisäävä tekijä on yhtiön suuri hallintarekisteriomistus.

### AVAINSANAT

Yhtiökokous, yhtiökokoustapahtuma, osallistumisaktiivisuus, yhtiön omistusrakenne, yksityisijoittaja



<b>1. JOHDANTO .....</b>	<b>3</b>
<b>2. YHTIÖKOKOUKSEN ROOLI JA KOKOUKSEN KULKU .....</b>	<b>6</b>
2.1. YHTIÖKOKOUKSEN ROOLI .....	6
2.1.1. Osakkeenomistajien asema .....	7
2.1.2. Yhtiökokouksen tavoitteet ja asema oikeudellisesta näkökulmasta.....	8
2.1.3. Yhtiökokouksen tehtävät.....	9
2.2. YHTIÖKOKOUKSEN KULKU .....	11
2.2.1. Yhtiökokoukseen kutsuminen ja ilmoittautuminen .....	11
2.2.2. Yhtiökokoukseen osallistujat .....	13
2.2.3. Yhtiökokouksen toimihenkilöt.....	14
2.2.4. Yhtiökokouksen eteneminen.....	14
2.2.5. Yhtiökokouspöytäkirja.....	16
<b>3. AIKAISEMPIA YHTIÖKOKOUSTUTKIMUKSIA .....</b>	<b>18</b>
3.1. YHDYSVALTALAISET TUTKIMUKSET.....	18
3.2. SUOMALAINEN TUTKIMUS YHTIÖKOKOUSKÄYTÄNTÖ-KIRJASTA .....	19
3.3. TUTKIMUS HOLLANTILAISESTA YHTIÖKOKOUSKÄYTÄNNÖSTÄ.....	21
<b>4. AINEISTO .....</b>	<b>23</b>
<b>5. ASiantuntijahaastattelut .....</b>	<b>25</b>
5.1. TOIMINNANJOHTAJA JAAKKO RAVALD, YKSITYISSIJOITTAJA .....	26
5.2. LAAMANNI PEKKA MERILAMPI, YHTIÖKOKOUKSEN PUHEENJOHTAJA .....	30
5.3. KHT PEKKA NIKULA, TILINTARKASTAJA .....	33
5.4. LAKIMIES JUKKA NAULAPÄÄ, STOCKMANN OYJ.....	35
<b>6. KUVAAILEVIA TUNNUSLUKUJA .....</b>	<b>39</b>
6.1. YHTIÖKOKOUKSEN PÄÄTÖKSET.....	39
6.2. KOHDEYHTIÖIDEN TALOUDELLISIA TUNNUSLUKUJA .....	41
6.3. OSAKKUUKSIEN, ÄÄNTEN JA OSAKKEIDEN LÄSNÄOLO YHTIÖKOKOUKSISSA.....	42
6.4. KOHDEYHTIÖIDEN ULKOMAALAISSOMISTUS .....	44
6.5. YHTIÖKOKOUSTAPAHTUMAT JA NIIDEN AIHEET .....	46
6.5.1. Yhtiökokoustapahtumien lukumäärät.....	46
6.5.2. Yhtiökokoustapahtumien aiheet.....	48
6.6. YHTIÖKOKOUKSEN AJANKOHTA JA KESTO.....	51
6.7. YHTIÖKOKOUKSEN PITOPAIKKA, PUHEENJOHTAJA JA AVAAJA.....	53
6.8. KUVAAILEVIA TUNNUSLUKUJA YLIMÄÄRÄISISTÄ YHTIÖKOKOUKSISTA .....	54
<b>7. HYPOTEESIT .....</b>	<b>58</b>
7.1. OSAKKUUKSIEN JA ÄÄNTEN SUHTEELLISEEN LÄSNÄOLOON LIITTYVÄT HYPOTEESIT .....	58
7.2. OSAKKAAN EHDOTUKSEN SAAMAAN KANNATUKSEEN LIITTYVÄT HYPOTEESIT .....	59
7.3. YHTIÖKOKOUSTAPAHTUMIIN LIITTYVÄT HYPOTEESIT .....	60
7.4. YHTEENVETO HYPOTEESEISTA .....	61
<b>8. KORRELAATIOMATRIISI JA KESKIARVOTESTIT.....</b>	<b>63</b>
8.1. SELITTÄVIEN MUUTTUIEN KORRELAATIOMATRIISI .....	63
8.2. KESKIARVO- JA MEDIAANITESTIT .....	65
<b>9. REGRESSIOIDEN TULOKSET.....</b>	<b>69</b>

9.1. OSAKKUUKSIEN JA ÄÄNTEN LÄSNÄOLO SEKÄ OSAKKAAN EHDOTUSTEN SAAMAT PUOLTOÄÄNET .....	69
9.2. YHTIÖKOKOUSTAPAHTUMAT .....	72
<b>10. JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>76</b>
<b>LÄHDELUETTELO.....</b>	<b>78</b>
<b>LIITTEET .....</b>	<b>80</b>
TUTKIMUKSEEN OSALLISTUNEET YHTIÖT .....	80

## LISTA TAULUKOISTA

Numero	Otsikko	Sivu
1	Kohdeyhtiöiden varsinaisten yhtiökokousten päätösten lukumäärät vuosina 1999-2004	40
2	Kohdeyhtiöiden taloudelliset tunnusluvut	42
3	Osakkuuksien, äänten ja osakkeiden läsnäolo kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa vuosina 1999-2004	43
4	Kohdeyritysten ulkomaalaisomistus, ääniomistuksen hajaantuneisuus ja osakkaiden lukumäärä	46
5	Yhtiökokoustapahtumat vuosina 1999-2004	48
6	Äänestysten, osakkaiden ehdotusten ja vastustusten aiheet	49
7	Osakkaiden puheenvuorot vuosina 1999-2004	51
8	Yhtiökokouksen pitoajankohta jaoteltuna viikonpäivän mukaan	53
9	Yhtiökokouksen avaajana toimineen henkilön asema	54
10	Kokouspaikan ja puheenjohtajan vaihto	54
11	Ylimääräisten yhtiökokousten läsnäolotiedot ja kokouksen kesto	55
12	Ylimääräisten yhtiökokousten päätökset vuosilta 1999-2004	56
13	Ylimääräisten yhtiökokousten yhtiökokoustapahtumien aiheet	57
14	Selittävien muuttujien hypoteesien mukaiset odotetut vaikutussuunnat	62
15	Korrelaatiomatriisi selittävästä muuttujista	64
16	Keskiarvo- ja mediaanitestit, äänestykset ja osakkaiden ehdotukset	66
17	Keskiarvo- ja mediaanitestit, osakkaiden puheenvuorot ja vastustukset	68
18	Lineaaristen regressiomallien tulokset	71
19	Logististen regressiomallien tulokset	74
20	Selittävien muuttujien odotetut ja toteutuneet vaikutussuunnat	75

## LISTA KUVIOISTA

Numero	Otsikko	Sivu
1	Yhtiökokousten pitoajankohdan jakautuminen viikon mukaan	52
2	Yhtiökokousten aloitusajankohdan jakautuminen kellonajan mukaan	52



## 1. JOHDANTO

Tutkimukseni tavoitteet ja sisällön voi jakaa kolmeen osaan. Ensinnäkin, tavoitteenani on luoda mahdollisimman tarkka ja monipuolinen yleiskuvaus suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouskäytännöstä vuosina 1999–2004 käyttäen pääasiallisena tietolähteenä tutkimukseen osallistuneiden yhtiöiden (kohdeyhtiöt) varsinaisten yhtiökokousten pöytäkirjoja. Toiseksi, tulen testaamaan tilastollisesti kohdeyhtiöiden taloudellisen menestyksen ja omistusrakenteen sekä yhtiökokouskäytännön välisiä riippuvuussuhteita. Kolmanneksi, pyrin valottamaan yhtiökokousten käytännön näkökulmaa asiantuntijahaastatteluiden avulla.

Yhdysvalloissa yhtiökokouksia ja varsinkin osakkaiden äänestyskäyttäytymistä on tutkittu paljon. Gordon ja Pound (1993) tutkivat, miten informaatio ja omistusrakenne vaikuttavat osakkaiden tekemien ehdotusten äänestystuloksiin. Johnson ja Shackell (1997) tutkivat johdon palkkiojärjestelmiä koskevia osakkaiden tekemiä ehdotuksia. Karpoff, Malatesta ja Walkling (1996) käsitelivät tutkimuksessaan osakkeenomistajien aloitteita vuosilta 1987–1990 ja niiden vaikutusta yhtiön tuloksen ja markkina-arvon kehitykseen. Maug ja Rydqvist (2004) keskittyivät tutkimuksessaan osakkaiden strategisen äänestyskäyttäytymiseen ja sen vaikutuksiin muun muassa yhtiön arvoon. Strickland, Wiles ja Zenner (1996) tutkivat pienosakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia United Shareholders Associationin (USA) kautta.

De Jong, Mertens ja Roosenboom (2004) loivat tutkimuksessaan yleiskuvaa hollantilaisesta yhtiökokouskäytännöstä ja testasivat yhtiön taloudellisten tekijöiden, omistusrakenteen ja yhtiökokouksessa tehdyn ehdotuksen aiheen vaikutuksia ehdotuksen hyväksymisen todennäköisyyteen ja äänestystuloksiin. Tutkimus on aineiston laajuuden ja testimenetelmien osalta paljon oman tutkimukseni kaltainen ja se on toiminut hyvänä lähtökohtana käsillä olevan tutkimuksen suunnittelussa ja toteutuksessa.

Suomalaisesta kvantitatiivisesta yhtiökokoustutkimuksesta mainittakoon Yhtiökokouskäytäntö-kirjassa (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998) julkaistu SVH PricewaterhouseCoopers Oy:n toteuttama haastattelututkimus suomalaisten pörssiyhtiöiden kevään 1998 yhtiökokouksista. Oma tutkimukseni täydentää kyseistä tutkimusta huomattavasti käsittelemällä kuuden vuoden ajanjaksoa ja tutkimalla tilastollisin



menetelmin yhtiön taloudellisten lukujen, omistusrakenteen ja osallistumisaktiivisuuden ja yhtiökokouuskäytännön välisiä riippuvuuksia.

Tutkimukseni on tietääkseni ensimmäinen laaja yhtiökokouuskäytäntötutkimus Suomessa. Käytän ulkomaisten tutkimusten tuloksia ja päätelmiä rakentaessani tutkimushypoteeseja ja laajennan tutkimusaluetta myös muun muassa kysymykseen siitä, mitkä seikat selittävät osakkuuksien ja äänten osallistumisaktiivisuutta yhtiökokouksissa.

Osakkuuksien ja äänten läsnäolon sekä osakkaiden yhtiökokouksessa tekemien ehdotusten saamien puoltoäänten osalta käytän tutkimusmenetelmänä lineaarista regressiomallia. Äänestysten sekä osakkaiden ehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten (yhtiökokoustapahtumat) todennäköisyyttä tutkin logistisen regression avulla. Selittävinä muuttujina käytän kohdeyhtiöiden taloudellisia tunnuslukuja, omistusrakennetta kuvaavia muuttujia sekä osakkaan ehdotuksen saamien puoltoäänten ja yhtiökokoustapahtumien osalta myös osakkuuksien ja äänten läsnäoloa yhtiökokouksessa.

Tutkimusaineistoa kuvailevat, vuosiin 1999–2004 (tarkasteluajanjakso) liittyvät tunnusluvut osoittavat, että osakkaiden läsnäolomäärät yhtiökokouksissa ovat nousussa lukumääräisesti mitattuna. Suhteessa kokonaisosakasmäärään osallistumisaktiivisuus ei ole juurikaan kasvanut, koska yhtiöiden osakasmäärät ovat samanaikaisesti kasvaneet. Kohdeyhtiön suuri koko, ääniomistuksen keskittyminen sekä laaja ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus vähentävät yhtiökokoukseen osallistuvien osakkaiden suhteellista määrää. Taloudellisten tunnuslukujen vaikutuksen suunta osallistumisaktiivisuuteen ei ole yksiselitteisen selkeä.

Kohdeyhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys lisää osakkaan yhtiökokouksessa tekemän ehdotuksen saamaa kannatusta, mutta taloudelliset selittävät muuttujat eivät tässä yhteydessä ole tilastollisesti kovin merkitseviä. Lisäksi kohdeyhtiön suuri koko, osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo, äänten pienempi suhteellinen läsnäolo ja yhtiön pieni hallintarekisteriomistus lisäävät osakkaan ehdotuksen kannatusta.

Kohdeyhtiön suuri koko, yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyys ja osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo lisäävät kaikkien yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä. Äänten suurempi suhteellinen läsnäolo ja yhtiön huono oman pääoman tuotto lisäävät äänestysten ja osakkaiden tekemien ehdotusten todennäköisyyttä. Alempi liikevaihdon muutosprosentti lisää

osakkaiden vastustusten todennäköisyyttä, mutta vielä merkitsevämpi vastustusten todennäköisyyttä lisäävä tekijä on yhtiön suuri hallintarekisteriomistus.

Kappaleessa 2 käyn läpi yhtiökokouksen roolia ja merkitystä osakkaalle sekä kokouksen kulkua nojautuen yhtiökokouskirjallisuuteen sekä osakeyhtiö- ja tilintarkastuslakiin. Kappaleessa 3 esittelen muutamia tutkimukseni kannalta olennaisia aikaisempia yhtiökokoustutkimuksia. Kappaleessa 4 esittelen lyhyesti tutkimukseni lähdeaineiston ja sen hankintatavat. Kappale 5 muodostuu tekemistäni asiantuntijahaastatteluista ja niiden yhteenvedosta. Kappaleessa 6 esittelen seikkaperäisesti tutkimusaineistoa kuvailevia tunnuslukuja ja luon niiden avulla yleiskuvaa suomalaisesta yhtiökokouskäytännöstä. Testihypoteesit rakennan kappaleessa 7. Kappale 8 esittelee tekemieni keskiarvo- ja mediaanitestien tulokset. Kappaleessa 9 esittelen suorittamieni regressioanalyysien tulokset ja kappaleessa 10 kertaan tutkimukseni keskeisimmät havainnot ja johtopäätökset.



## 2. YHTIÖKOKOUKSEN ROOLI JA KOKOUKSEN KULKU

### 2.1. Yhtiökokouksen rooli

Yhtiökokous on merkittävä tilaisuus usealle eri tavoin yhtiöön sidoksissa olevalle taholle. Osakkeenomistajille se merkitsee ainoaa lakisääteistä tilaisuutta osallistua päätöksentekoon yhtiön asioista. Yhtiön johto saa yhtiökokoukselta nimityksen ja vastuuvapauden sekä esittää sille tilinpäätöksen. Tilintarkastajalle yhtiökokous on valitsija ja raporttien vastaanottaja. Heidän lisäksi yhtiökokous kiinnostaa monia muitakin osakeyhtiön sidosryhmiä kuten työntekijöitä ja tiedotusvälineitä.

Yhtiökokous on paikka, jossa osakkeenomistajien sanotaan käyttävän yhtiön ylintä valtaa. Osakeyhtiölaki rakentuu kuitenkin kolmen (neljän) päättävän yhtiöelimen, yhtiökokouksen, hallituksen (ja hallintoneuvoston) ja toimitusjohtajan, varaan (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Yhtiökokous ei voi ottaa muille elimille kuuluvaa päätöksentekoa itselleen. Yhtiökokouksen oikeus valita hallitus tai hallintoneuvosto varmistaa kuitenkin viime kädessä omistajien edun mukaisen päätöksenteon pitkällä aikavälillä.

Merkittävien suomalaisten yritysten omistus on muuttunut viimeisten viidentoista vuoden aikana ratkaisevasti (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Syinä ovat olleet muun muassa yritysten kansainvälistyminen, kilpailun vapautuminen ja pääomamarkkinoiden kehittyminen. Muutokset näkyvät myös muutoksina yhtiöiden ylimmässä päätöksentekoelimestä, yhtiökokouksesta. Aikaisemmin oli tavallista, että suuryhtiöiden merkittävänä omistajina olivat Suomen valtio, pankit ja vakuutusyhtiöt. Tämä heijastui yhtiökokouksiin, joissa pääomistajat käyttivät omistuksensa tuomaa äänivaltaa ja äänestivät omat ehdokkaansa yhtiön hallintoelimiin. Kokoukset, joissa yhdellä tai muutamalla suuromistajalla oli äänivalta, sujuivat ennakolta laaditun käsikirjoituksen mukaisesti. Pienomistajat eivät käytännössä kyenneet vaikuttamaan päätöksentekoon. Sitten suuryhtiöiden omistusta on hajautettu ja ulkomaalaiset sijoittajat ovat tulleet suomalaisten yritysten omistajiksi vauhdilla. Lokakuussa 2004 Helsingin pörssin arvo-osuusjärjestelmässä noteerattujen yhtiöiden osakkeista ulkomaalaisomistuksessa oli 34,1 % ja markkina-arvosta 63,4 %. Ulkomainen osakeomistus merkitään yleensä arvo-osuusjärjestelmän niin sanottuun hallintarekisteriin. Hallintarekisteröidyn osakkeen omistajalla ei ole muita osakkeenomistajan



oikeuksia kuin oikeus osinkoon, mahdollinen oikeus vaihtaa osakkeensa toisenlaisiksi (jos tämä esimerkiksi yhtiöjärjestyksen mukaan on mahdollista) sekä oikeus osallistua osakeantiin, jossa osakkeenomistajilla on merkintäoikeus (Lindholm, Rasinaho ja Virtanen, 2004).

### *2.1.1. Osakkeenomistajien asema*

Osakeyhtiömuoto on kehitetty talouselämän tarpeita varten (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Parhaimmillaan se edistää omistajien ja koko yhteiskunnan hyvinvointia ohjaamalla sijoittajien varoja taitavasti johdettuihin yrityksiin mahdollistaen näille suurten ja riskialttiiden hankkeiden toteuttamisen. Osakeyhtiön tehtävänä on tuottaa hyvinvointia osakkeenomistajille ja muille yrityksen sidosryhmille, mutta ei jakaa sitä yhtiöstä ulos sosiaalisin periaattein. Osakeyhtiömuodolle on ominaista, että osakkeenomistajat ovat mukana yritystoiminnassa vain sijoittajan ominaisuudessa. Osakeomistus oikeuttaa osallistumaan yhtiön ylimpään päätöksentekokoelimeen, yhtiökokoukseen, mutta ei kuitenkaan velvoita siihen. Osakkeenomistajien vallankäyttö yhtiökokouksessa perustuu osakeomistuksen tuomaan äänivaltaan ja yhtiökokouksen päätöksiksi tulevat ne päätösehdotukset, joita enemmistö tai osakeyhtiölain edellyttämä määräänemmistö on kannattanut.

Suurissa osakeyhtiöissä omistus ja johto tavallisesti eriytyvät, eli omistajat jättävät yhtiöön sijoittamansa varat johdon käsiin. Tosin Suomessa on muutamia suuria pörssiyhtiöitä, kuten KONE Oyj ja Scanfil Oyj, joissa pääomistajat toimivat myös yhtiön operatiivisessa johdossa. Osakkaiden lukumäärästä ja aktiivisuudesta riippuen omistajat joko pitävät todellisen vallan tai luovuttavat sen johdolle. Usein yhtiön johdon aseman vahvuutta pidetäänkin yhtenä osakeyhtiömuodon keskeisistä ongelmista. Omistajien ja johdon tavoitteet eivät aina ole yhtenevät. Johdolla katsotaan yleisesti olevan taipumusta käyttää sijoittajien varoja sijoittajien tavoitteiden kannalta toissijaisiin tarkoituksiin, kun sijoittajien etujen mukaista olisi luonnollisesti pitää kulut vähäisinä ja sijoittaa varat tuottavaan toimintaan. Johdolla ja omistajilla on myös erilainen suhtautuminen riskinottoon ja mahdollisuus suojautua riskejä vastaan. Omistajien ja johdon välistä intressiristiriitaa voidaan vähentää johdolle suunnatuilla kannustinjärjestelmillä, jolloin johdon palkkioiden tulisi olla ainakin osittain sidoksissa osakkeenomistajien etuihin.

### 2.1.2. Yhtiökokouksen tavoitteet ja asema oikeudellisesta näkökulmasta

Osakkeenomistajien yhteinen päätöksenteko on osakeyhtiölaissa järjestetty tapahtuvaksi yhtiökokouksessa, joka noudattaa erityisiä kutsumis- ja päätöksentekomuotoja. Vaikka yksimieliset osakkeenomistajat voivat kaikkien osakkaiden allekirjoittamalla yhtiökokouspöytäkirjalla tehdä päätöksiä myös varsinaista kokousta pitämättä, yhtiökokoukseen liittyvät muutosäännökset ovat tärkeitä (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Niitä noudattamalla osakeyhtiöiden osakkeenomistajat voivat tehdä päteviä päätöksiä myös siinä – käytännössä hyvin yleisessä – tapauksessa, että kaikkia osakkeenomistajia ei saada päätöksiä tekemään tai että he eivät ole niiden sisällöstä yksimielisiä.

Pelkistetyksi ilmaistuna yhtiökokouksen tavoitteena on selvittää osakkaiden enemmistön tahto ja tehdä sen mukaiset päätökset. Tästä ajatuksesta lähdettäessä yhtiökokousta koskevat erilaiset normit liittyvät luontevasti toisiinsa: esimerkiksi osakkeenomistajien tiedonsaantia koskevat säännökset voidaan ymmärtää osakkeenomistajien tahdon selvittämisen keinoiksi – osakkeenomistajilla on oltava asiasta tietoa ennen kuin he voivat tahtoa jotakin siitä.

Osakeyhtiön toimielinten asemasta on eri maissa ja eri aikoina esitetty erilaisia käsityksiä. Yhtiökokouksen asema voidaan nähdä esimerkiksi seuraavilla periaatteellisilla tavoilla (Huttunen, 1984):

1. omnipotenssiteoria: Yhtiökokous on kelpoinen päättämään kaikista yhtiön asioista.
2. johtamisperiaate: Yhtiökokouksen rooli nähdään suppeana ja yhtiön hallituksen toimivalta laajana.
3. pariteettiteoria: Yhtiökokousta ei aseteta hierarkkiseen asemaan suhteessa muihin toimielimiin, vaan jokaisella toimielimellä nähdään olevan omat itsenäiset tehtävänsä.

Käytännössä suomalaisen osakeyhtiön yhtiökokouksen oikeudellinen asema ja toimivalta määräytyvät kullakin hetkellä voimassa olevien oikeuslähteiden perusteella. Näitä ovat mm. osakeyhtiölaki, esityöt, oikeusperiaatteet, oikeuskäytäntö ja oikeuskirjallisuus. Yhtiökokouksen kannalta yhtiöoikeudellisilla periaatteilla on erityistä merkitystä.



Yhdenvertaisuusperiaatteen voi nähdä yhtiökokouksen osalta osakeyhtiölain toisesta ns. yleislausekkeista:

”Yhtiökokouksessa ei saa tehdä päätöstä, joka on omansa tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.” (OYL 9:16)

Enemmistöperiaate ilmenee seuraavasta lainkohdasta:

” Yhtiökokouksen päätökseksi tulee se mielipide, jota on kannattanut enemmän kuin puolet annetuista äänistä tai, äänten mennessä tasan, johon puheenjohtaja yhtyy. Vaaleissa katsotaan valituksi se, joka saa eniten ääniä. Yhtiökokous voi kuitenkin ennen vaalia päättää, että valituksi tulee se, joka saa enemmän kuin puolet annetuista äänistä. Äänten mennessä tasan ratkaistaan vaali arvalla.” (OYL 9:13.1)

Enemmistöperiaatetta rajoittaa yhdenvertaisuusperiaatteen vaatimus osakkaiden yhdenvertaisesta kohtelusta ja oletus voiton tuottamisesta. Niinpä osakeyhtiössä on yleensä jaettava voittoa kaikille osakkeenomistajille. Vaikka ääntenenemmistöä käyttävät osakkaat saavat enemmistöperiaatteen mukaisesti esimerkiksi muuttaa yhtiön organisaation rakenteen, heillä ei ole oikeutta pienentää laissa ja yhtiöjärjestyksessä vähemmistölle annettuja oikeuksia.

### *2.1.3. Yhtiökokouksen tehtävät*

Yhtiökokouksen tehtävät määräytyvät osakeyhtiölain ja yhtiöjärjestyksen mukaan. Yhtiökokouksen säännölliset tehtävät ovat (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998): tilinpäätöksen vahvistaminen, voitonjakopäätös, päätös johdon vastuuvapaudesta, hallituksen tai hallintoneuvoston jäsenten valitseminen, sekä tilintarkastajien valitseminen. Muita yhtiökokouksen tärkeimpiä tehtäviä ovat yhtiöjärjestyksen ja osakepääoman sekä yritysraakenteen muutoksista päättäminen.

Yhtiökokouksessa on osakeyhtiölain mukaan päätettävä tuloslaskelman ja taseen sekä emoyhtiössä myös konsernituloslaskelman ja konsernitaseen vahvistamisesta. Tilinpäätöksen vahvistaminen perustuu siihen, että johto on tilitysvelvollinen osakkeenomistajille siitä, miten se on tilikauden aikana hoitanut osakkailta saamiaan varoja. Tilinpäätöksen käsittely



yhtiökokouksessa on tarpeen, jotta kokous voisi päättää voitonjaosta ja yhtiön johdon vastuuvapaudesta. Hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan allekirjoittaman tilinpäätöksen lisäksi yhtiökokouksella on käytettävänäään tilintarkastuskertomus, jossa tilintarkastaja antaa tilintarkastuslain mukaisen lausunnon tilinpäätöksestä.

Tilinpäätöksen vahvistamisen jälkeen on osakeyhtiölain mukaan tehtävä päätös toimenpiteistä, joihin vahvistetun taseen ja konsernitaseen mukainen voitto tai tappio antaa aiheutta, eli yleensä päätös voitonjaosta. Osakeyhtiölaki sääntelee jakokelpoisten varojen määrää, joka on osingonjaon yläraja. Osakeyhtiölaki säättää edelleen, että yhtiökokous ei saa tehdä päätöstä suuremmasta osingonjaosta kuin mitä hallitus on ehdottanut. Poikkeuksen tästä muodostaa lain vähemmistölle antama suoja ns. vähemmistöosingosta.

Yhtiökokouksen on osakeyhtiölain mukaan päätettävä hallituksen jäsenten, hallintoneuvoston jäsenten ja toimitusjohtajan vastuuvapaudesta tilikausittain. Vastuuvapauspäätöksen kohteena on yhtiön oikeus vaatia kyseisiä henkilöitä korvausvastuuseen yhtiölle tilikaudella aiheutetusta vahingosta (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Vastuuvapauspäätöstä varten yhtiökokouksella on käytössään tilintarkastuskertomus, jossa otetaan kantaa siihen, onko johto rikkonut osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen säännöksiä. Suomen lisäksi ainoastaan Ruotsissa on yhtiökokouksella vastaava lakiin perustuva velvollisuus tehdä päätös johdon vastuuvapaudesta (Johansson, 1990). Vastuuvapauspäätös on muille ulkomaisille osakkeenomistajille tuntematon asia. Tästä syystä monet ulkomaisten omistajien edustajat joutuvat yhtiökokouksissa vastustamaan johdon vastuuvapauspäätöstä.

Hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenten valitsemisen lisäksi yhtiökokous päättää jäsenten palkkioista. Eri omistajaryhmät asettavat usein omia edustajiaan hallitukseen. On yleistä, että hallituksessa on tästä syystä jopa tavarantoimittajan tai asiakkaan edustaja (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Hallitustyöskentelyssä eri omistajien edustajien on kuitenkin säilytettävä riippumattomuutensa. HEX Oyj, Keskuskauppakamari ja Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto asettivat 17.2.2003 Corporate Governance –työryhmän, jonka antamat suositukset astuivat voimaan 1.7.2004. Hallituksen jäsenten valintaa koskevat suositukset edistävät noudatettuina merkittävästi avoimuutta ja tehokasta omistajaohjausta.

Osakeyhtiölain mukaan tilintarkastus on pakollinen kaikissa osakeyhtiöissä ja sitä säätelevät osakeyhtiölain ja tilintarkastuslain säännökset. Se sisältää yhtiön tilikauden kirjanpidon ja

tilinpäätöksen sekä hallinnon tarkastuksen. Luonteeltaan tilintarkastus on annetun taloudellisen informaation varmentamista ja laillisuusvalvontaa. Lakisääteinen tilintarkastus palvelee ensisijaisesti osakkeenomistajien tiedonsaantitarpeita. Tilintarkastajan voidaankin katsoa toimivan osakkeenomistajien edunvalvojana yhtiössä. Osakkeenomistajat valitsevat tilintarkastajan, tilintarkastaja raportoi heille yhtiökokouksessa ja tilintarkastuskertomuksen sisältö vastaa juuri niitä asioita, joita he osakkeenomistajina yhtiökokouksessa käsittelevät. Yhtiökokous päättää tavallisesti maksaa tilintarkastajan palkkion (kohtuullisen) laskun mukaan. Pörssiyhtiöissä – joita tämäkin tutkimus käsittelee – ainakin yhden tilintarkastajan on oltava KHT-tilintarkastaja (Keskuskauppakamarin hyväksymä tilintarkastaja) taikka KHT-tilintarkastusyhteisö. Muidenkin tilintarkastajien on oltava hyväksyttyjä tilintarkastajia (KHT tai HTM, Kauppakamarin hyväksymä tilimies) tai tilintarkastusyhteisöjä. Tilintarkastuslain mukaan tilintarkastajan on oltava riippumaton, jotta hän voi suorittaa tehtävänsä itsenäisesti ja puolueettomasti. Suomessakin on yleistymässä käytäntö, jossa hallituksen ulkoisista jäsenistä muodostuva tarkastusvaliokunta huolehtii mm. tilintarkastuksen koordinoinnista. Toimiva tarkastusvaliokunta lisää tilintarkastajien riippumattomuutta toimivasta johdosta merkittävästi (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998).

## **2.2. Yhtiökokouksen kulku**

### *2.2.1. Yhtiökokoukseen kutsuminen ja ilmoittautuminen*

Yhtiökokouksen kokoon kutsuminen on yleensä hallituksen tehtävä, mutta yhtiöjärjestyksessä tehtävä voidaan määrätä hallintoneuvostolle. Hallintoneuvosto tai hallitus voi yhtiöjärjestyksen määräyksestä riippumatta kuitenkin aina vaatia ylimääräisen yhtiökokouksen pitämistä. Myös tilintarkastajalla ja osakkaiden määrävähemmistöllä on oikeus vaatia kokouksen kutsumista nimeämänsä asian käsittelemiseksi. Tämän tutkimuksen kohdeyhtiöiden ylimääräisistä yhtiökokouksista yksi oli kutsuttu koolle nimenomaan osakkaiden määrävähemmistön toimesta. Yhtiökokous voi myös itse päättää uuden yhtiökokouksen pitämisestä. Tällainen päätös voi olla tarpeen esimerkiksi silloin, kun kokouksen enemmistö haluaisi käsitellä kokouskutsussa mainitsematonta asiaa. Eräillä toimialoilla toimivissa osakeyhtiöissä tietyillä valvontaviranomaisilla on oikeus kutsua yhtiökokous koolle.



Osakeyhtiölaissa säädetään osakkeenomistajien kutsumisesta. Muiden osallistumiseen oikeutettujen kutsumisesta ei ole säädetty. Yhtiöjärjestyksessä on aina oltava määräys yhtiökokouksutsun toimittamistavasta. Osakeyhtiölain mukaan kirjallinen kutsu on lähetettävä jokaiselle osakkaalle, jonka osoite on yhtiön tiedossa, jos yhtiökokouksessa käsitellään jotakin seuraavista asioista:

1. osakkaan oikeuksiin vaikuttava yhtiöjärjestyksen muutos
2. osakepääoman alentaminen osakkeita lunastamalla
3. omien osakkeiden hankkiminen
4. yhtiön asettaminen selvitystilaan tai selvitystilan lopettaminen
5. yhtiön sulautuminen toiseen yhtiöön
6. yhtiön jakautuminen
7. julkisen osakeyhtiön muuttaminen yksityiseksi

Osakeyhtiölain kutsutapaa koskevista määräyksistä ei tehdä eroa osakkeenomistajien välillä esimerkiksi kansallisuuden tai asuinpaikan perusteella, kuten vaatimalla ulkomaisten osakkaiden kutsumista kansainvälisessä sanomalehdessä julkaistavalla ilmoituksella. Ulkomaistenkin osakkaiden on selvitettävä yhtiössä käytettävä kutsutapa yhtiöjärjestyksestä ja seurattava siinä määriteltyjä tiedotuskanavia. Käytännössä suuret yhtiöt julkaisevat yhtiökokouksutsuja usein myös ulkomaisissa lehdissä.

Osakeyhtiölaissa yhtiökokouksutsulle on säädetty vähimmäis- ja enimmäisajat. Vähimmäisaika turvaa osakkaiden mahdollisuuden osallistua kokoukseen ja harkita siellä käsiteltäviä asioita. Enimmäisajan tarkoitus on varmistaa osakkaiden mahdollisuus saada omia aloitteitaan yhtiökokoukseen. OYL 9:9.1:n mukaan kutsu yhtiökokoukseen on toimitettava aikaisintaan kaksi kuukautta ja viimeistään viikkoa ennen yhtiökokousta. Päätettäessä yhtiön sulautumisesta toiseen yhtiöön tai yhtiön jakautumisesta kutsuaika on enintään kaksi ja vähintään yksi kuukausi. Yhtiökokoukseen osallistumisen edellytykseksi voidaan yhtiöjärjestyksessä asettaa ennakkoilmoittautuminen. Tällöin yhtiökokouksutsussa on mainittava ilmoittautumisaika ja -paikka. Ilmoittautumisten avulla kokousta voidaan valmistella paremmin etukäteen, kuten laatimalla alustava ääniluettelo. Osakeyhtiölain mukaan ilmoittautumisaika saa päättyä korkeintaan viisi päivää (myös muut kuin arkipäivät mukaan lukien) ennen kokousta. Liian aikaisin päättyvä ilmoittautumisaika voi aiheuttaa yhtiökokouksen päätösten pätemättömyyden.



### 2.2.2. Yhtiökokoukseen osallistujat

Osakeyhtiö on yksityisoikeudellinen yhdistymisen muoto, jota suojaavat periaatteessa samat yksityisyyttä koskevat säännöt kuin sen omistajiakin (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Suurenkaan osakeyhtiön yhtiökokous ei sen vuoksi ole julkinen tilaisuus, johon kuka tahansa voisi osallistua. Osakkeenomistajan osallistumisoikeus voidaan laissa säädetyt poikkeukset tiivistäen ilmaista seuraavalla pääsäännöllä: osallistumisoikeus on jokaisella asianmukaisesti omistuksensa rekisteröineellä kantaosakkeen omistajalla, paitsi yhtiöllä itsellään sekä sen määräysvallassa olevalla yhteisöllä tai säätiöllä (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998).

Asiamiehen käyttömahdollisuus tehostaa osakkeenomistajan oikeuksien toteutumista, sillä asiamiehen avulla osakas voi helpommin osallistua yhtiökokoukseen sen ajasta ja paikasta riippumatta. Osakas voi myös käyttää asiamiestä edustamaan itseään sellaisten asioiden käsittelyssä, joihin hänen oma asiantuntemuksensa ei ehkä riittäisi. Asiamiehen ei tarvitse olla luonnollinen henkilö, vaan osakas voi valtuuttaa asiamiehekseen esimerkiksi asianajotoimiston. Yhtiökokouksessa tällaista asiamiestä edustaa sen laillinen edustaja tai valtuutettu asiamies. Jos osakkeenomistaja on juridinen henkilö, kuten yhtiö, tai esimerkiksi alaikäisyyden vuoksi holhouksenalainen, hän ei yleensä voi fyysisesti ”henkilökohtaisesti” ryhtyä oikeustoimiin, esimerkiksi käyttää oikeuttaan yhtiökokouksessa. Tällainen osakkeenomistaja toimii aina ns. laillisen edustajan välityksellä. Asiamiehen on esitettävä päiväty, vapaamuotoinen valtakirja. Myös laillisen edustajan on vaadittaessa esitettävä selvitys edustamisoikeudestaan. Kelpoisuuden osoittaminen tapahtuu suurissa yhtiökokouksissa yleensä samassa erikseen määrätyssä paikassa, jossa myös ilmoitaudutaan ja saadaan kokousmateriaali (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Osakkeenomistaja tai osakkeenomistajan asiamies saavat käyttää yhtiökokouksessa avustajaa (OYL 9:2.2). Avustajalla on oikeus olla läsnä yhtiökokouksessa. Osakkaan tai osakkaan edustajan niin halutessa hän voi myös käyttää tämän puolesta puhe- ja kyselyoikeutta.

Yhtiön johdon läsnäolo-oikeudesta ei ole erillistä säännöstä, mutta se on edellytyksenä usealle osakeyhtiölain säännöksen, kuten osakkaan kyselyoikeuden, toteutumiselle. Hallituksen ei tarvitse olla paikalla kokonaisuudessaan, sillä osakeyhtiölain mukaan hallitus on toimintakykyinen, kun yli puolet sen jäsenistä on saapuvilla. Toimitusjohtajan tai hänen sijaisensa tulisi aina olla yhtiökokouksessa läsnä. Tilintarkastajan läsnäolo-oikeudesta on

säädetty Tilintarkastuslain 21 §:ssä. Jos tilintarkastajan läsnäolo on tarpeen yhtiökokouksessa käsiteltävien asioiden vuoksi, hänellä on myös velvollisuus olla läsnä.

### *2.2.3. Yhtiökokouksen toimihenkilöt*

Osakeyhtiölaissa on säännöksiä vain kahdesta yhtiökokouksessa esiintyvistä toimihenkilöstä: puheenjohtajasta ja pöytäkirjantarkastajasta. Puheenjohtajia voi luonnollisesti kerrallaan olla vain yksi. Lain mukaan pöytäkirjantarkastajiakaan ei tarvitse valita kuin ”vähintään yksi”, mutta yhtiöjärjestyksessä voi olla asiasta toisenlaisia määräyksiä. Yhtiökokous valitsee puheenjohtajan, ellei yhtiöjärjestyksessä ole toisin määrätty. Ellei yhtiöjärjestyksessä ole rajoituksia, yhtiökokous voi valita puheenjohtajaksi kenet tahansa tehtävään valmiin oikeustoimikelpoisen henkilön. Puheenjohtajan ei tarvitse olla yhtiön osakas.

Osakeyhtiölaissa ei ole säännöksiä yhtiökokouksen pöytäkirjantarkastajan kelpoisuudesta. Yhtiökokous voi siten valita pöytäkirjantarkastajaksi kenet tahansa tehtävään valmiin luonnollisen henkilön. Pöytäkirjantarkastajaksi ei ole syytä valita samaa henkilöä, jonka tehtäväksi pöytäkirjan pitäminen on annettu (kokouksen sihteeri). Pienemmissä yhtiöissä pöytäkirjantarkastajat toimivat myös mahdollisessa äänestystilanteessa ääntenlaskijoina, mutta suuremmissa yhtiökokouksissa nämä tehtävät on eriytetty toisistaan kokouksen sujuvuuden takaamiseksi.

### *2.2.4. Yhtiökokouksen eteneminen*

Yhtiökokouksella on tietty ilmoitettu alkamisaika, jolloin kokouksen avaaja avaa kokouksen. Usein kokouksen avaajana toimii yhtiön hallituksen puheenjohtaja. Tämän jälkeen kokouksen johto on puheenjohtajan vastuulla. Vakiintuneen kokouskäytännön mukaan puheenjohtaja toteaa ensin kokouksen laillisen kutsumisen ja päätösvaltaisuuden. Yhtiökokouksissa on tapana, että puheenjohtaja ilmoittaa kokoukselle, missä järjestyksessä kokouksen on tarkoitus käsitellä kutsussa mainitut asiat. Yleensä käsittelyjärjestys myös vahvistutetaan kokouksella. Puheenjohtajan on osakeyhtiölain mukaan huolehdittava ääniluettelon laatimisesta. Se voidaan laatia jo kokouksen alussa tai viimeistään silloin, kun kokous valmistautuu äänestämään. Ääniluettelo on laadittava, vaikka kokouksessa ei äänestettäisi kertaakaan.



Yhtiökokouksessa asioiden käsittely etenee käsittelyjärjestyksen mukaan. Kunkin asian käsittely jakaantuu yleensä selvästi kolmeen osaan: esittely, keskustelu ja päätöksenteko (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Vuorossa olevan asian voi esitellä puheenjohtaja itse, mutta usein hän antaa sen muun henkilön tehtäväksi. Henkilö voi olla esimerkiksi toimitusjohtaja, asiaan perehtynyt hallituksen jäsen tai se, jonka aloitteesta asia on tullut yhtiökokouksen käsiteltäväksi.

Esittelyn jälkeen puheenjohtaja julistaa keskustelun alkaneeksi ja jakaa pyynnöstä puheenvuoroja. Puheenvuorot voivat olla (Lunnas, 1994)

- 1) kokouksen kulkua koskevia työjärjestyspuheenvuoroja,
- 2) päätösehdotuksia,
- 3) mielipiteen ilmauksia tai
- 4) kysymyksiä.

Yleensä asioiden käsittely on alkanut kokoukselle esitetyllä päätösehdotuksella, useimmin hallituksen tekemällä (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Jos keskustelu ei ole sisältänyt uusia voimaanjääneitä päätösehdotuksia, puheenjohtaja ilmoittaa tulkitsevana kokouksen hyväksyvän aluksi tehdyn päätösehdotuksen. Jos kukaan ei tätä vastusta, puheenjohtaja julistaa ehdotuksen kokouksen päätökseksi. Eräät asiat tulevat yhtiökokouksen päätettäväksi ilman, että niitä varten olisi olemassa varsinaista päätösehdotusta, kuten johdon vastuuvapaudesta päättäminen.

Jos kokouksessa esitetään useampia päätösehdotuksia, puheenjohtajan on muotoiltava tehtyt päätösehdotukset niin selkeiksi, että niistä äänestäminen on mahdollista. Puheenjohtaja voi käyttää koeäänestystä apuna äänestysjärjestyksen suunnittelussa selvittämällä, mitkä päätösehdotukset voisivat suosituimpina olla äänestysryhmittelyn perustana. Koeäänestys voi toimia myös sen osoittajana, onko varsinainen äänestys lainkaan tarpeen. Koeäänestys voidaan suorittaa esimerkiksi seisomaan nousten.

Pääsääntö on, että äänestettäessä muista kuin vaaliasioista (henkilövalinnoista) noudatetaan yksinkertaisen enemmistön periaatetta. Tämä tarkoittaa, että äänestetään kahdesta päätösehdotuksesta kerrallaan ja niistä voittaa se, joka saa enemmän kuin puolet annetuista äänistä. Yhtiökokouksen tärkeimpien asioiden osalta laissa on kuitenkin säädetty tiukennuksia

enemmistövaatimukseen. Tyypillisin vaatimus on, että ehdotuksen on saatava 2/3:n kannatus sekä annetuista äänistä että kokouksessa edustetuista osakkeista. Yhtiöjärjestyksessä voidaan tiukentaa lain vaatimia enemmistöjä. Annettujen äänten mennessä tasan henkilövaali ratkaistaan arvalla. Muita päätöksiä koskevissa äänestyksissä ratkaisee puheenjohtajan kanta.

Yhtiökokouksen tavoitteiden toteutumiseksi osakkeenomistajille on osakeyhtiölaissa säädetty kyselyoikeus yhtiön johdolta. Tilintarkastuslaissa on puolestaan säädetty yhtiökokouksen oikeudesta esittää kysymyksiä tilintarkastajalle. Osakeyhtiölain mukaan toimitusjohtajan ja hallituksen on yhtiökokouksessa annettava osakkeenomistajien kysymät tiedot, jotka saattavat vaikuttaa yhtiön tilinpäätöksen, taloudellisen aseman tai muun kokouksessa käsiteltävän asian arviointiin. Tilintarkastajan tulee vaadittaessa antaa yhtiökokoukselle kaikki yhtiötä koskevat tiedot, jollei siitä aiheudu olennaista haittaa yhtiölle.

#### *2.2.5. Yhtiökokouspöytäkirja*

Puheenjohtajan on lain mukaan huolehdittava siitä, että kokouksessa pidetään pöytäkirjaa, johon kokouksessa tehdyt päätökset merkitään. Jos päätöksestä on äänestetty, äänestyksen tulos on ilmoitettava pöytäkirjassa. Ääniluettelon on sisällyttävä pöytäkirjaan tai oltava sen liitteenä. Pöytäkirja on laadittava myös päätöksestä, jonka kaikki osakkaat tekevät ilman kokousmenettelyä, koska nykyinen osakeyhtiölaki ei säädä osakkaille yhtiökokouksen lisäksi muuta päätöksentekokeinoa.

Pöytäkirjaan on lain mukaan ”merkittävä kokouksessa tehdyt päätökset”. Tämä tarkoittaa vaaleja, hyväksyviä päätöksiä ja hylkääviä päätöksiä. Ehdotusta, jota ei ole otettu päätöksenteon kohteeksi, ei tarvitse kirjata. Päätös on kirjattava, vaikka se jonkun mielestä olisikin osakeyhtiölain tain yhtiöjärjestyksen vastainen ja pätemätön. OYL 9:11.3 mukaisen kirjaamisvelvoitteen rajoittuminen päätösten kirjaamiseen tarkoittaa, että laki ei edellytä keskustelun tai sen aikana tehtyjen kysymysten kirjaamista. Myöskään eriävien mielipiteiden kirjaamisesta ei ole säädetty.



Pöytäkirjassa saattaa vähimmillään olla seuraavat asiat (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998):

1. kokouksen laatu (varsinainen/ylimääräinen yhtiökokous tai jatkokokous)
2. kokouspaikka ja -aika
3. ääniluettelo (tai pöytäkirjan liitteenä) ja luettelo muista kokouksen läsnäolijoista
4. kokouksen toimihenkilöt: puheenjohtaja, pöytäkirjan tarkastaja(t), mahdolliset ääntenlaskijat jne.
5. kokouksen laillisuuden toteaminen
6. päätökset ja mahdollisten äänestysten tulokset
7. kokouksen päättäminen
8. ainakin puheenjohtajan ja pöytäkirjantarkastajan allekirjoitukset

Käytännössä on usein tarkoituksenmukaista kirjata pöytäkirjaan muutakin tietoa, kuten esimerkiksi keitä yhtiön johdosta tai tilintarkastajista kokoukseen osallistui. Erityisesti eriavien mielipiteiden ja äänestysten yhteydessä tehtyjen hävinneiden ehdotusten kirjaaminen olisi suositeltavaa. Tutkiessani yhtiökokouspöytäkirjoja havaitsin, että osakkaiden puheenvuorojen ja yleisen keskustelun kirjaamiskäytännöt ovat varsin kirjavat. Jotkut yhtiöt kirjaavat jokaisen kokouksessa esitetyn kysymyksen ja vastauksen pääpiirteet pöytäkirjaan, kun taas toiset yhtiöt ilmoittavat asiasta käydyn keskustelua, tai mahdollisesti jättävät puheenvuorot ja keskustelun kokonaan mainitsematta.

Viimeistään kahden viikon kuluttua kokouksesta pöytäkirjan on oltava osakkaiden nähtävillä yhtiön pääkonttorissa. Pöytäkirjat ovat niin sanottua osakasjulkista tietoa, joten osakkailla on oikeus saada pöytäkirjoista tai niiden osista jäljennöksiä korvattuaan tästä aiheutuvat kulut. Yhtiökokouspöytäkirjoja on säilytettävä luotettavalla tavalla yhtiön koko olemassaoloajan.

### 3. AIKAISEMPIA YHTIÖKOKOUSTUTKIMUKSIA

#### 3.1. Yhdysvaltalaiset tutkimukset

Yhdysvaltalaisessa yhtiökokouskäytännössä osallistumisvaltuutus on annettava erityisellä yhtiön laatimalla valtakirjalomakkeella (proxy form), jossa yhtiökokouksessa käsiteltävät asiat käyvät ilmi ja jossa osakkaalle on varattava tilaisuus ottaa kantaa kuhunkin asiaan erikseen. Jokaisella osakkeenomistajalla on oikeus tehdä yhtiökokousta varten yksi aloite, joka yhtiön on sisällytettävä valtakirjalomakkeen asialuetteloon. Tätä oikeutta ei ole käytetty kovin ahkerasti, osakkaiden ehdotuksia on yleensä vain 5 % valtakirjalomakkeista (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Osakas voi palauttaa valtakirjan allekirjoitusta lukuun ottamatta tyhjänä, jolloin yhtiön hallitus voi käyttää osakkaan ääniä harkintansa mukaan. Osakkaan valtakirjan tuomista äänistä käydään myös kilpailua (ns. proxy contest) esimerkiksi vihamielisen yritysvaltauksen yhteydessä, jolloin valtaaja yrittää vaihtaa kohdeyhtiön hallituksen valtaukselle suosiollisemmaksi valtakirjaäänten avulla.

New Yorkin pörssin säännöt edellyttävät, että yhtiökokouksessa on edustettuna vähintään puolet muiden kuin yhtiön itsensä omistamista osakkeista. Muutoin yhtiökokouksen päätöksiä ei voida pitää pätevinä, sillä niiltä puuttuu edustavuus (representative vote). Kansainvälisenä erikoisuutena voidaan mainita, että ns. ERISA-säännösten mukaan yksityisten eläkerahastojen velvollisuutena on käyttää omistamiinsa osakkeisiin liittyvää äänivaltaa. Äänioikeutta on käytettävä eläkkeensaajia hyödyttävällä tavalla.

Karpoff, Malatesta ja Walkling (1996) tutkivat osakkeenomistajien tekemiä ehdotuksia yhtiökokouksissa vuosilta 1987–1990 ja niiden vaikutusta yhtiön tuloksen ja markkina-arvon kehitykseen. Tulokset osoittivat, että yrityksiin, joiden taloudellinen kehitys ja arvonnousu ovat olleet vertailujoukkoaan heikompaa, kohdistuu useammin osakkeenomistajien ehdotuksia. Mitään merkittäviä todisteita ei saatu, että osakkeenomistajien tekemät aloitteet kasvattaisivat yrityksen arvoa, parantaisivat tulosta tai vaikuttaisivat toimintatapoihin.

Strickland, Wiles ja Zenner (1996) tutkivat pienosakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia yhtiökokouksessa United Shareholders Associationin (USA) kautta. Tulokset osoittavat, että USA kohdisti aloitteensa suuriin, huonosti menestyviin yhtiöihin, joissa aloitteet myös



useammin hyväksyttiin kuin paremmin menestyvissä verrokkiyhtiöissä. Hyväksytyt aloitteet tai niiden pohjalta tehdyt päätökset nostivat tulosten mukaan osakkeenomistajien omistusten arvoa osoittaen, että USAn kannattamat pienosakkeenomistajien ehdotukset luovat lisää omistaja-arvoa.

Gordon ja Pound (1993) tutkivat, miten julkisesti saatavilla oleva informaatio ja yhtiön omistusrakenne vaikuttavat osakkaiden yhtiökokouksessa tekemien yhtiön hallintotapaa koskevien ehdotusten äänestystuloksiin. Tutkijat havaitsivat muun muassa, että osakkaan ehdotukset saavat suuremman kannatuksen kun yhtiön pitkän aikavälin osakekurssin kehitys on ollut huono ja yhtiön arvostustaso on matala. Myös ehdotuksen aihe, ehdotuksen tekijän asema ja yhtiön omistusrakenne vaikuttivat äänestystulokseen.

Maug ja Rydqvist (2004) tutkivat osakkaiden äänestyskäyttäytymistä yhtiökokouksessa nostaen esille kaksi kysymystä: mikä on yhtiökokouksen perimmäinen tehtävä ja merkitys sekä äänestävätkö osakkaat strategisesti ottaen oman äänestyspäätöksensä vaikutukset huomioon? Tulokset osoittavat, että osakkaat äänestävät strategisesti tekemällä äänestyspäätöksensä osittain muilta osakkailta vastaanottamansa informaation perusteella, ja että äänestämällä voi olla vaikutusta yhtiön arvoon. Tutkijat toteavat, että yhtiökokouksella on perinteisen järjestyksenpitoroolin lisäksi neuvoa-antava rooli.

Johnson ja Shackell (1997) käsittelivät tutkimuksessaan johdon palkkiojärjestelmiä koskevia osakkaiden yhtiökokouksessa tekemiä ehdotuksia. Tulokset osoittavat muun muassa, että ehdotuksen todennäköisyydellä on negatiivinen korrelaatio suhteessa yhtiön liikevaihdon muutokseen. Samansuuntainen yhteys havaittiin myös ehdotuksen saaman kannatuksen ja historiallisten kumulatiivisten epänormaalien tuottojen välillä.

### **3.2. Suomalainen tutkimus Yhtiökokouskäytäntö-kirjasta**

SVH PricewaterhouseCoopers Oy toteutti Yhtiökokouskäytäntö-kirjaa (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998) varten haastattelututkimuksen suomalaisten pörssiyhtiöiden kevään 1998 yhtiökokouksista. Tutkimukseen haastateltiin yritysjohtoa ja osakkeenomistajia. Tutkimukseen osallistui yhteensä 34 yritystä.

Kohdeyhtiöiden vuoden 1998 kevään yhtiökokouksissa edustettujen osakkeiden keskiarvo oli 53 % ja äänten 60 %. Yhtiöillä, joilla ulkomainen omistus oli korkea, omistus oli hajaantunein ja kokouksessa edustettujen osakkeiden ja äänten osuus oli pienin. Osanottajamäärän keskiarvo oli 144 henkeä. Läsä olevien henkilöiden lukumäärä oli korkein liikevaihdoltaan ja ulkomaalaisomistukseltaan suurimmissa yhtiöissä. Kokouksissa oli tavallisesti 1-3 kotimaista suuromistajaa varmistamassa, että johdon ja suuromistajien kesken valmistellut laajakantoiset asiat toteutuivat suunnitellulla tavalla.

Useimmat yhtiökokoukset (59 %) kestivät korkeintaan tunnin keskiarvon ollessa 1 tunti ja 20 minuuttia. Noin kahdessa yhtiökokouksessa kolmesta esitettiin kysymyksiä, lukumäärältään 1-17, yleisimmin kysyttiin kaksi kysymystä. Kolmanneksessa yhtiökokouksista äänestettiin, useimmiten suoritettiin yksi äänestys. Äänestykset liittyivät osakkeisiin ja optioihin, tilinpäätöksiin ja tilintarkastajiin, hallintoneuvoston jäseniin tai yhtiöjärjestyksen muuttamisiin. Muutama pöytäkirjaan (6 %) merkittiin eriävä mielipide. Erimielisyydet eivät kuitenkaan johtaneet oikeudenkäynteihin. Yhtiökokouksen päätökset tehtiin lähes aina alkuperäisen päätösesityksen mukaan.

Yritysjohto näki yhtiökokouksen olevan ainoa paikka, jossa pienosakkeenomistajat voivat tavata johtoa ja esittää heille kysymyksiä. Keskustelut johdon ja suuromistajien välillä sen sijaan käydään muualla. Pääsääntöisesti johto valmistelee yhtiökokouksessa esille tulevat tärkeät päätökset etukäteen suuromistajien kanssa. Käytännössä muille omistajille jää mahdollisuus lähinnä kysymysten tekoon ja kritiikin esittämiseen. Johdon mielestä yhtiökokouksen tärkeimmät päätökset olivat tilinpäätöksen vahvistaminen ja vastuuvapauden myöntäminen. Useat vastaajat pitivät osakkeenomistajien aktiviteetin lisääntymistä toivottavana. Osakkeenomistajien toivottiin tuovan väriä kokoukseen kysymyksillä, joiden kuitenkin toivottiin olevan nykyistä asiantuntevampia.

Suuromistajat osallistuvat yhtiökokouksiin yleensä asiamiehen välityksellä. Suuromistajien mielestä yhtiökokouksen tärkeimmät päätökset ovat hallituksen jäsenten valinta ja voitonjakopäätös. Perinteisesti suuromistajat ovat myös pyrkineet hallituksen jäseniksi kohdeyrityksiin. Tältä osin tilanne on tutkimuksen mukaan tosin muuttumassa. Useissa vastauksissa arvioitiin, että jatkossa suuromistajat eivät itse osallistu nykyisessä määrin hallitustyöskentelyyn vaan hallitukseen valitaan useammin ulkopuolisia asiantuntijoita.



Tutkimuksen mukaan pienosakkeenomistajien tärkein syy osallistua yhtiökokouksiin on tavallisesti halu saada erityisesti uutta tietoa yrityksestä. Tärkeimpinä kokouksen päätöksinä pidettiin osingonjakopäätöstä ja päätöksiä optio-oikeuksista. Myös henkilövalinnat ja tilinpäätöksen käsitteleminen koettiin tärkeäksi. Vastajat toivoivat yhtiökokouksia kehitettävän avoimemmiksi. Päätöksistä haluttaisiin keskustella vaikka tunnustettiin, ettei päätöksentekoon juuri voidakaan vaikuttaa.

### **3.3. Tutkimus hollantilaisesta yhtiökokouskäytännöstä**

Hollantilainen tutkimus on työpaperi, jonka viimeisin versio valmistui kesäkuussa 2004. Tutkimuksen otsikko on Shareholders' Voting at General Meetings: Evidence from the Netherlands ja sen tekijät ovat Abe de Jong, Gerard Mertens ja Peter Roosenboom. Tutkimus on mielenkiintoinen, koska työpaperissa tutkijat toteavat, että heidän tietääkseen kyseinen tutkimus on ainoa, joka käsittelee eurooppalaisten yhtiöiden yhtiökokouksia. Tutkimuksia amerikkalaisesta yhtiökokouskäytännöstä on runsaasti, mutta eurooppalaisten yhtiöiden yhtiökokouksia on tässä laajuudessa tutkittu hyvin vähän.

Työpaperissa tutkitaan varsinaisia yhtiökokouksia Hollannissa ja sen aineistona ovat 245 yhtiökokouksen pöytäkirjat vuosilta 1998–2002. Otos koostuu 54 suurimmasta listatusta yhtiöstä, jotka kuuluivat joko AEX- tai AMX-indeksiin vuosina 1998–2002. Yhtiöiden keskimääräinen markkina-arvo on 10,8 miljardia euroa, markkina-arvon ja oman pääoman suhde 1,9 ja oman pääoman tuotto (ROE) 31,1 %.

Tutkimuksessa rakennettiin muutamia testattavia hypoteeseja.

- Eläkerahastojen omistuksen ja yhtiön johdon ehdotusten vastustuksen välillä on positiivinen korrelaatio
- Pankkien ja vakuutuslaitosten omistuksen ja yhtiön johdon ehdotusten vastustuksen välillä on negatiivinen korrelaatio
- Yhtiön historiallisen toiminnan tuloksellisuuden ja yhtiön johdon ehdotusten vastustuksen välillä on negatiivinen korrelaatio

- Osakkeenomistajat vastustavat todennäköisemmin ehdotusta, jossa yhtiön hallitukselle annetaan osakeantivaltuutus tai hallitus valtuutetaan rajoittamaan tai poistamaan osakkeenomistajien oikeuksia.

Vuosien 1998–2002 aikana pidetyissä 245 yhtiökokouksessa tehtiin 1583 ehdotusta, keskimäärin kuusi ehdotusta yhtiökokousta kohden. Yksikään 1583 ehdotuksesta ei ollut osakkaiden tekemä, vaan kaikki olivat yhtiön johdon esittämiä. 601 ehdotusta saivat ainakin yhden niitä vastustavan äänen. Vastustavien äänien osuus kaikista äänistä oli kuitenkin yleensä varsin pieni, ainoastaan yhdeksän ehdotusta 1583:sta hylättiin yhtiökokouksessa.

Osakkeenomistajien osallistumisprosentti yhtiökokouksiin osakepääomalla mitattuna on Hollannissa tutkimuksen mukaan varsin alhainen, vain noin 30. Yhdysvalloissa keskimääräinen osallistumisprosentti on 82,2 (Maug ja Rydqvist, 2001) ja Iso-Britanniassa 45 (Strätling, 2003). Työpaperissa todetaan eläkerahastojen ja vakuutuslaitosten omistuksen vähentävän ehdotusta vastustavien äänten todennäköisyyttä.

Yhtiön toiminnan tuloksellisuudella ei todeta olevan merkittävää vaikutusta osakkeenomistajien äänestyskäyttäytymiseen. Sen sijaan, osakkeenomistajat äänestävät keskimääräistä useammin sellaisia ehdotuksia vastaan, jotka vaikuttavat suoraan heidän oikeuksiinsa. Osakkaat vastustavat todennäköisemmin ehdotusta, jossa annetaan hallitukselle osakeantivaltuutus tai rajoitetaan tai poistetaan osakkeenomistajien oikeuksia.



#### 4. AINEISTO

Tutkimukseni keskeisen lähdeaineiston muodostavat tutkimukseen osallistuneiden yhtiöiden (kohdeyhtiöt) varsinaisten yhtiökokousten pöytäkirjat vuosilta 1999–2004. Lähetin tietopyynnön, joko sähköpostitse tai kirjeitse, kaikille Helsingin pörssissä listatuille yhtiöille lukuun ottamatta Nordea Pankki Oyj:tä, OMX Oyj:tä ja TeliaSonera Oyj:tä, koska ne ruotsalaisuutensa ja siten osin erilaisen lainsäädäntönsä vuoksi olisivat poikenneet muista kohdeyhtiöistä. Yksi selvä poikkeavuus verrattuna kohdeyhtiöihin on se, että mainittujen yhtiöiden yhtiökokouksia ei järjestetä Suomessa, vaikkakin esimerkiksi Nordea tarjoaa mahdollisuuden osallistua yhtiökokoukseen myös Suomesta teleyhteyden kautta.

Kaikkiaan 56 yhtiötä 133 yhtiöstä luovutti kopiot yhtiökokouspöytäkirjoista tutkimukseni käyttöön osallistumisprosentin ollessa siten kohtuullinen 42 %. Tutkimukseen osallistumattomat yhtiöt olivat liikevaihdolla mitattuna keskimäärin selvästi pienempiä kuin tutkimukseen osallistuneet yhtiöt, mutta yhtiöiden kannattavuudessa tai omavaraisuudessa ei ollut merkittäviä eroja. Suurin osa pöytäkirjoista lähetettiin postitse, mutta 14 yhtiötä lähetti pöytäkirjat elektronisessa muodossa sähköpostitse. Muutaman yhtiön pyynnöstä kävin henkilökohtaisesti yhtiön toimitiloissa tutustumassa yhtiökokousaineistoon ja sain mukaani tarvittavat kopiot pöytäkirjoista. Liitteitä en pyytänyt lähetettäväksi, sillä ne eivät ole olennaisia tutkielmani kannalta ja lisäksi ne olisivat muodostaneet lähetettävästä materiaalista jopa monisatasivuisen paketin. Kaikissa pöytäkirjoissa ei ollut tutkimukseni kannalta tärkeitä osallistujatietoja, vaan ne olisivat löytyneet pöytäkirjan liitteenä olevasta ääniluettelosta. Yhtiöiden tilinpäätöskiireet ja rajalliset resurssit huomioiden on ymmärrettävää, että muutamassa minulle lähetetyssä pöytäkirjapaketissa ei ollut merkintää läsnä olleista osakkuuksista, äänistä tai osakkeista.

Tutkimukseni kohdeyhtiöt jakautuvat Helsingin pörssin toimialalistoitain seuraavasti: tietoliikenne ja elektroniikka 10 kpl, metalliteollisuus 7 kpl, viestintä ja kustannus 3 kpl, pankit ja rahoitus 3 kpl, muut palvelut 3 kpl, metsäteollisuus 3 kpl, rakennusteollisuus 2 kpl, elintarviketeollisuus 2 kpl, sijoitus 2 kpl, muu teollisuus 2 kpl, kemianteollisuus 2 kpl, kauppa 2 kpl, monialayritykset 1 kpl, kuljetus ja liikenne 1 kpl, vakuutus 1 kpl, energia 1 kpl, Nm-lista 7 kpl ja I-lista 4 kpl.

Mahdollisimman tarkan yleiskuvauksen luomiseksi suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouksista vuosina 1999–2004 käytin pöytäkirjojen lisäksi tietolähteenä yhtiökokouksutsuja, muita pörssitiedotteita, yhtiöiden internetsivuja, vuosikertomuksia ja yhtiöjärjestyksiä.

Yhteydenotoissa pöytäkirjojen saamiseksi ja muiden tärkeiden kontaktien luonnissa minua ystävällisesti avusti Espoon-Kauniaisten osakesäästäjät ry:n toiminnanjohtaja Jaakko Ravald.



## 5. ASiantuntijahaastattelut

Haastattelin kevään 2005 aikana neljää asiantuntijaa, jotka edustavat eri näkökulmia yhtiökokouskäytäntöön. Yksityissijoittajan näkökulmaa valotti toiminnojohtaja Jaakko Raval, yhtiökokouksen puheenjohtajan tehtävistä kertoi laamanni Pekka Merilampi, tilintarkastajan roolista yhtiökokouksissa haastattelin KHT Pekka Nikulaa ja yhtiön valmistautumisesta yhtiökokoukseen kertoi Stockmann Oyj:n lakimies Jukka Naulapää.

Haastateltavat olivat varsin yksimielisiä siitä, että heidän kokemuksensa perusteella osakkaiden läsnäolo yhtiökokouksissa on kasvanut ja myös osakkaiden aktiivisuus yhtiökokouksessa on lisääntynyt viimeisten vuosien aikana. Haastateltavat totesivat, että nykyään yhtiökokoukset ovat hyvin ammattimaisesti hoidettuja ja pääsääntöisesti yhtiön johto pitää yhtiökokousta tärkeänä esiintymisenä ja ymmärtää tilaisuuden merkityksen osakkaille. Merilampi ja Nikula korostivat toimitusjohtajien katsausten korkeaa laatua ja informatiivisuutta osakkaille. Haastateltavien mielestä yhtiökokouksissa esiintyy harvoin osakkaiden häiriökäyttäytymistä, mutta pitivät sitä myös tulkintakysymyksenä.

Haastateltavat korostivat yhtiökokouksen roolia yhtäältä osakeyhtiön korkeimpana päätöksentekuelimenä ja toisaalta ainoana todellisena vuorovaikutusvälineenä erityisesti yksityissijoittajan ja yhtiön johdon välillä. Osakkaiden kannalta tärkeänä pidettiin, että heillä on yhtiökokouksessa mahdollisuus tutustua yhtiön johtoon ja muodostaa kuva – joko positiivinen tai negatiivinen – johdosta. Haastateltavat pitivät kaikkia yhtiökokouksessa tehtäviä päätöksiä periaatteessa yhtä tärkeinä, koska yhtiökokouksessa on päätettävä lain mukaan sille kuuluvista asioista ja esityslistalla olevista muista päätösehdotuksista. Esille nostettiin kuitenkin päätökset hallituksen jäsenten ja tilintarkastajan valinnasta, voitonjaosta sekä normaalista poikkeavista asioista, kuten optioista, osakeanneista ja yhtiöjärjestyksen muutoksista.

Esitin kaikille haastateltaville suurelta osin samat peruskysymykset, jotta vastausten ja mielipiteiden vertailu haastateltavien kesken olisi mielekästä. Peruskysymysten lisäksi keskustelimme haastateltavien kanssa juuri heidän näkökulmaansa liittyvistä tärkeistä ja mielenkiintoisista asioista. Haastateltavien luvalla nauhoitin keskustelut ja seuraavissa kappaleissa esittelen tiivistelmät haastatteluista.

### 5.1. Toiminnanjohtaja Jaakko Raval, yksityissijoittaja

Jaakko Raval on Espoon-Kauniaisten osakesäästäjät ry:n toiminnanjohtaja ja hän on kiertänyt suomalaisia yhtiökokouksia jo 25 vuoden ajan.

Ravalin mielestä yksityissijoittajan tulisi huolellisesti lukea yhtiökokouskutsu valmistautuessaan yhtiökokoukseen ja katsoa, minkälaisia asioita kokouskutsussa on mainittu. Valmistautumisen tason tulisi nousta ja siihen tulisi käyttää enemmän aikaa, jos kokouksessa käsitellään normaalien yhtiökokouksessa tehtävien päätösten lisäksi esimerkiksi omien osakkeiden ostovaltuutusta tai yhtiöjärjestyksen muutosta. Raval kehottaakin osakkaita selvittämään itselleen, mikä on kokouskutsussa mainittujen päätösehdotusten keskeisin sisältö.

Yhtiökokouksen keskeisimmiksi tavoitteiksi lain mukaan sille kuuluvan päätöksenteon ohella Raval mainitsee osakkaiden ja yhtiön johdon välisen vuoropuhelun, tiedonsaannin ja osakkaan kyselyoikeuden käyttämisen. Raval korostaa, että laki ei erottele osakkaita heidän omistuksensa suuruuden perusteella, kaikilla osakkailla on samat oikeudet, kuten kyselyoikeus. Yhtiökokous on myös ainoa paikka, jossa osakas voi aidosti osallistua päätöksentekoon yhtiön asioista. Ravalin mukaan osakkaiden vaikutusmahdollisuudet lähtevät omasta aktiivisuudesta, puheenvuorojen käyttämisestä ja asiallisesta kritiikistä. Raval huomauttaakin, että jos osakas esittää asiallisia ja perusteltuja puheenvuoroja, pätevä yhtiön johto ottaa osakkaan mielipiteen huomioon, tavalla tai toisella. Velvollisuuksia osakkaalla ei sinänsä ole. Raval toteaa osakkaiden harvoin joutuvan vastuuseen yhtiökokouksessa tehdyistä päätöksistä, ainakaan Suomessa tällaista vastuuseen saattamista ei ole kokeiltu.

Tärkeimmäksi yhtiökokouksen päätökseksi Raval nostaa yhtiön hallituksen valinnan, koska hallitus puolestaan valitsee yhtiön toimitusjohtajan. Liian vähälle huomille Ravalin mielestä jää yhtiön tilintarkastajan valinta. Raval korostaa tilintarkastajan roolia osakkaiden etujen valvojana yhtiössä ja pitää corporate governance –suositusten mukaista tilintarkastajan rotaatiota periaatteessa hyvänä, mutta koska suurten yhtiöiden toiminnan ymmärtäminen vaatii vuosien tutustumisen, ei tilintarkastajaa hänen mielestään saisi vaihtaa liian usein. Muista yhtiökokouksen päätöksistä Raval mainitsee voitonjakopäätöksen, koska osingonjako on myös tärkeä osakkaiden edunvalvontakysymys.



Viimeisten vuosien aikana osakkaiden läsnäolo ja aktiivisuus yhtiökokouksissa on Ravaldin mukaan kasvanut. Tätä Ravald pitää hyvänä asiana, koska yhtiökokouksessa osakas voi tavata yhtiön johtoa ja esittää heille kysymyksiä. Yhtiökokouksiin osallistuu nykyään yhä enemmän myös uusia osakkaita, mutta yleisellä tasolla osakkaiden tulisi olla yhtiökokouksessa puheliaampia ja aktiivisempia. Ravaldin mielestä yhtiökokoukseen osallistuminen on erityisen tärkeä siitä syystä, että osakas näkee kuinka yhtiön johto suhtautuu osakkaisiin. Se, että yhtiön johto arvostaa osakkaita, on hänen mielestään erittäin tärkeä seikka.

Ravaldin mielestä joskus on periaatteellisista syistä hyvä käydä arvokeskustelua esimerkiksi optioista, osingon tasosta tai hallituksen palkkioista varsinkin, jos palkkioihin ehdotetaan kymmenien prosenttien korotuksia, vaikka yhtiön taloudellinen menestys on ollut huono. Ravald arvostaa sellaista yhtiön johtoa, joka tiukassa taloudellisessa tilanteessa pitää hallituksen palkkiot ennallaan tai jopa alentaa palkkioita. Hän näkee tämän positiivisena imagotekijänä yhtiön kannalta ja kädenojennuksena osakkaille, jolla saattaa olla suuriakin psykologisia vaikutuksia. Ravald kuitenkin korostaa, että vaativasta ja vastuullisesta hallitustyöstä on maksettava kunnollinen korvaus, jotta hallitukseen saadaan osaavia henkilöitä.

Ravaldin mukaan suurimmat muutokset hänen 25 vuoden yhtiökokousuran aikana liittyvät lainsäädännön muutoksiin, osakkaiden aktiivisuuden lisääntymiseen ja kokouksien ammattimaistumiseen. 1980-luvulla osakkaiden kyselyjä kokouksissa jopa paheksuttiin, mutta muun muassa Esko Seppänen, Hannu Taanila ja Taito Tuunanen omilla esimerkeillään rohkaisivat muitakin osakkaita käyttämään puheenvuoroja. 1990-luvulla yhtiökokouksiin tuli säpinää muun muassa pankkikriisin takia. 2000-luvulla ulkomaalaiset osakkaat ovat aktivoituneet, joko osallistumalla itse tai edustajan avulla kokouksiin ja vastustamalla joskus lähes kaikkia tehtäviä päätöksiä lainsäädännöllisistä syistä. Ravaldin mielestä osakkaiden esittämät kysymykset ovat nykyään varsin ammattimaisia ja joskus kiusallisen tarkkoja yhtiön johdon kannalta. Uutena ilmiönä muutamat monialayhtiöt saattavat eri vuosina esitellä eri toimialoja yhtiöstä. Ravald kuitenkin toteaa, että edelleen valitettavan monessa yhtiössä johto pitää yhtiökokousta pakollisena pahana, joka hoidetaan kunnialla, mutta kokouksen jälkeen poistutaan pian paikalta. Toisaalta, osakkaatkin poistuvat kokouspaikalta omaan tahtiinsa kokouksen päättyttyä. Kokoustarjoilu on Ravaldin mukaan heikentynyt. Tähän lienee syynä kasvavat osallistujamäärät ja yhtiöiden entistä tarkempi kustannustenseuranta.

Yhtiökokouksen tiedonantoroolista Ravald toteaa, että hänen mielestään yhtiön tulisi yhtiökokouksessa kertoa osakkaille sellaisista tärkeistä yhtiötä koskevista asioista, jotka ovat jo kokoushetkellä tiedossa ja julkistaa samanaikaisesti pörssitiedote, jotta sekä yhtiökokouksen osallistuneita että muita osakkaita kohdellaan tasapuolisesti.

Yhtiökokouksien muuttuminen jatkossa riippuu Ravaldin mukaan lähinnä siitä, mitä EU-lainsäädäntö tuo tullessaan. Perusrakenteeltaan yhtiökokous on melko kaavamainen, sitä on hankala muuttaa. Ravald mainitsee, että joissain maissa yhtiökokoukset ovat jopa paripäiväisiä, jossa seminaarit ja varsinainen kokous on jaettu eri päiville. Mahdollisuus yhtiökokousten seuraamiseen internetistä reaaliaikaisena tai jälkilähetystenä on Ravaldin mielestä hyvä asia. Se tarjoaa muillekin kuin yhtiön osakkaille mahdollisuuden tutustua yhtiöön ja sen johtoon. Internetäänestys on Ravaldin mielestä periaatteessa hyvä juttu, mutta hän säilyttäisi yhtiökokouksen päätöksentekoaikana, jossa päätöksenteko tapahtuu paikanpäällä. Sen sijaan valtakirjapalvelua tulisi kehittää erilaisten osakesäästäjien yhteenliittymien kautta, kuten esimerkiksi Espoon-Kauniaisten osakesäästäjät ry jo tekeekin.

Normaalin yhtiökokouksen kesto on Ravaldin mukaan noin puolitoista tuntia. Äänestykset saattavat venyttää kokouksen jopa 5-6 tunnin mittaiseksi. Ravaldin mielestä tavoitteena ei saa olla kokouksen läpivienti mahdollisimman lyhyessä ajassa, mutta kokousta ei tulisi venyttää osakkaidenkaan puolelta esimerkiksi turhilla äänestystämisillä. Ravald kertoo, että aikanaan sekä Syp:ssä että Meritassa järjestettiin ennen varsinaista yhtiökokousta eräänlainen osakkaiden kyselytunti, jossa osakkaat saivat esittää johdolle kysymyksiä varsinaiselle yhtiökokoukselle kuulumattomista asioista. Toisaalta, Ravald toteaa, yhtiökokouksessa on kuitenkin käsiteltävä sille kuuluvat asiat ja vain sillä on merkitystä, mitä sanot tai teet varsinaisessa yhtiökokouksessa.

Lain mukaan yhtiökokous on järjestettävä yhtiön kotipaikkakunnalla tai muulla yhtiöjärjestyksessä mainitulla paikkakunnalla. Ravaldin mielestä ideaalipaikka yhtiökokoukselle on yhtiön omat toimitilat, jolloin kaikki tarvittava materiaali löytyy samasta talosta. Käytännössä yhtiöiden omat tilat käyvät pieniksi kasvaville osallistujamäärille. Ravaldin mielestä on hyvä asia, että maakunnasta kotoisin olevat yhtiöt järjestävät yhtiökokouksen kotipaikkakunnallaan, juurillaan. Yhtiökokoustapahtumia pitäisi olla muuallakin kuin pääkaupunkiseudulla.



Ravaldin mukaan yhtiökokoukset pidetään pääsääntöisesti maaliskuussa, jolloin muutamat yhtiökokoukset saattavat osua päällekkäin. Tämä jopa rajoittaa muutamien osakkaiden vaikutusmahdollisuuksia, ja Ravald toivoisikin yhtiöiltä parempaa keskinäistä koordinointia yhtiökokousajankohdan osalta. Ravaldin mielestä yhtiökokoukset voisivat jakautua tasaisemmin kahdelle kuulle. Aloitussajankohdasta hän toteaa, että kello 13 alkavat kokoukset voisi siirtää alkavaksi vaikka kello 15. Toisaalta on hyvä, että jotkut yhtiökokoukset ovat jo aamulla, jolloin aktiivinen yksityisijoittaja saattaa ehtiä vielä toiseen yhtiökokoukseen iltapäivällä.

Ravaldin mielestä yhtiön toimitusjohtajan, taloushenkilöstön, tilintarkastajan, käsiteltävän asian edellyttämien henkilöiden sekä mielellään koko hallituksen tulisi olla paikalla yhtiökokouksessa. Tämän lisäksi uusien hallituksen jäsenten pitäisi ehdottomasti olla yhtiökokouksessa ja heidät tulisi lyhyesti esitellä muun muassa ilmoittamalla henkilön muut luottamustoimet. Ravaldin mukaan tilanne on parin viime vuoden aikana muuttunut siihen suuntaan, että hallitus ja tilintarkastajat haluavatkin olla paikalla yhtiökokouksessa, he kokevat sen velvollisuudekseen ja näkevät osallistumisensa merkityksen osakkaille.

Hallintarekisteröidyt osakkaat on Ravaldin mielestä mielenkiintoinen omistajaryhmä, joka voisi rekisteröitymällä osakkaaksi osallistua yhtiökokoukseen. Ravald kuitenkin toteaa, että toistaiseksi ei ole nähty sellaista mielenkiintoista tilannetta, jossa joku esimerkiksi Nokian tai UPM-Kymmenen suuri omistaja tulisi esille hallintarekisteristä käyttääkseen äänivaltaansa yhtiökokouksessa. Julkisuudessa on kritisoitu suomalaisia yritysjohtajia siitä, etteivät he riittävässä määrin omista johtamansa yhtiön osakkeita. Ravald muistuttaa siitä mahdollisuudesta, että johtajien omistukset voivat olla hallintarekisteröityjä.

Ravaldin mielestä yhtiökokouksissa ei esiinny varsinaista häiriökäyttäytymistä. Ravald toteaa, että 1980-luvulla yhtiöiden henkilöstö käytti yhtiökokouksia osittain työtaistelutuomioistuimena, joka ei periaatteessa ole suotavaa, mutta toisaalta hyväksyttävää asian saattamiseksi myös osakkaiden tietoon. Ravaldin mielestä aktiivisesti yhtiökokouksessa esimerkiksi puheenvuoroja käyttävä osakas ei yleensä ole häirikkö. Yhtiön johto voi tietysti ymmärtää aktiivisuuden omalla tavallaan, Ravald lisää. Jos osakas ei kuitenkaan saa asialliseen kysymykseensä asiallista vastausta, hänen tulisi vaatia yhtiön johdolta kirjallista vastausta määräajan kuluessa. Ravaldin kanta turhaan äänestytymiseen on selvä: vältämme turhia ja aikaa vieviä äänestyksiä. Äänestytymisen sijaan osakas voi pyytää eriävän

mielipiteensä kirjaamista pöytäkirjaan. Ravaldin mielestä äänestyksessä koettua tappiota ei pidä ottaa turhan raskaasti, koska osakas on kuitenkin tuonut oman mielipiteensä julki ja asiasta on voitu käydä kaikkia osapuolia hyödyttävää keskustelua.

## **5.2. Laamanni Pekka Merilampi, yhtiökokouksen puheenjohtaja**

Laamanni Pekka Merilampi on toiminut 30 vuotta asianajajana, joista viimeiset 13 vuotta asianajotoimisto Merilampi Marttila Laitasalo Oy:ssä. 1970-luvun lopulla Merilampi kävi tutustumassa muutamien asiakasyhtiöiden yhtiökokouksiin ja innostui asiasta. Sen jälkeen häntä pyydettiin aluksi toimimaan esimerkiksi yhtiökokouksen pöytäkirjantarkastajana tai sihteerinä, ja lopulta myös yhtiökokouksen puheenjohtajana. Keväisin Merilampi toimii puheenjohtajana noin parissakymmenessä yhtiökokouksessa, kaiken kaikkiaan hän on ollut puheenjohtajana sadoissa yhtiökokouksissa. Merilampi oli puheenjohtajana muun muassa Kansallis-Osake-Pankin viimeisessä, yömyöhään kestäneessä yhtiökokouksessa ennen sulautumista Suomen Yhdyspankkiin keväällä 1995.

Puheenjohtajan valmistautuminen yhtiökokoukseen riippuu Merilammen mukaan siitä, onko yhtiö vakituinen asiakasyhtiö vai ei. Jos puheenjohtaja toimii myös yhtiön aktiivijuristina tekemässä kokouksen taustamateriaalia ja hallituksen ehdotuksia, kokouksen valmistelu voi alkaa jo marraskuussa. Jos Merilampea pyydetään vain kokouksen puheenjohtajaksi, keskeisten papereiden lukeminen sekä selkeän ja seikkaperäisen puheenjohtajan esityslistan laatiminen on tärkeää. Yhtiökokouksen roolijaosta johtuen yhtiön taloudelliset asiat ja vastaaminen niistä esitettäviin kysymyksiin eivät kuulu puheenjohtajan tehtäviin. Merilammen mukaan jokainen yhtiökokouksen puheenjohtajuus on ainutkertainen julkinen esiintyminen.

Merilammen mukaan yhtiökokouksella ei ole erityisiä idealistisia tavoitteita. Merilammen mielestä yhtiökokous on yksinkertaisesti paikka, jossa osakkaat käyttävät päätösvaltaansa. Merilammen mielestä mitään yhtiökokouksessa tehtävää päätöstä ei voi nostaa toista tärkeämmäksi, koska yhtiökokouksessa on päätettävä sille lain mukaan kuuluvista asioista ja muista kokouskutsuun kuuluvista ehdotuksista. Tärkeintä on selvittää enemmistöosakkaiden tahto. Merilampi kuitenkin mainitsee, että ylimääräisissä yhtiökokouksissa päätetään usein tärkeistä ja monimutkaisista asioista.



Merilammen mukaan puheenjohtajan tärkein tehtävä yhtiökokouksessa on kokouksen looginen, asiallinen ja johdonmukainen eteenpäinvienti. Merilampi korostaa myös osakkaiden yhdenvertaisuusperiaatteen kunnioittamisen tärkeyttä sekä kykyä vetää tehdyt ehdotukset yhteen ja äänestää oikeista asioista. Hyvän yhtiökokouksen puheenjohtajan tulisikin olla tasapuolinen, rauhallinen ja tuntea hyvin osakeyhtiölaki.

Merilammen mukaan yhtiökokoukset ovat aina suurin piirtein samanlaisia. Kokousten väliset erot johtuvat muun muassa yhtiön koosta, yhtiön toimialasta, omistajakunnasta (esimerkiksi valtion omistus) ja joskus myös yhtiön hallituksessa istuvista persoonista. Merilampi vertaakin yhtiökokouksia kouluaikaisen maantiedonopettajansa luonnehdintaan Suomen pinnanmuodoista: Suomi on yleispiirteissään matala ja tasainen maa, mutta pikkupiirteissään erittäin epätasainen, rosoinen ja kallioinen.

Merilammen mukaan yhtiökokouksissa ei aiemmin käyty juurikaan keskustelua ja kokoukset olivat pakkopullaa yhtiön johdolle. Yksittäisistä osakkaista Merilampi mainitsee Esko Seppäsen, jonka aktiivisuus ja puheenvuorot jo 1970- ja 1980-luvulla tekivät kokouksista avoimempia ja lisäsivät muidenkin osakkaiden aktiivisuutta, kuten myös 1990-luvulla koettu pankkikriisi. Yhtiökokoukset ovat Merilammen mielestä menneet omistajan kannalta parempaan suuntaan, kokoukset ovat laadukkaampia ja esimerkiksi toimitusjohtajan katsaukset voivat olla hyvinkin informatiivisia osakkaille.

Yhtiökokouksissa pidettävät esitykset ja kokoustekniikka ovat Merilammen mielestä nykyään huippuluokkaa. Merilampi muistaa, että ainakin Nokiassa ja aikanaan Merita Nordbankenissa kokeiltiin äänestystä niin sanotuilla televotereilla, joilla osakkaat voivat äänestää omilta paikoiltaan. Tämä äänestystekniikka ei kuitenkaan ollut täysin luotettava. Innovatiivisista kokousjärjestelyistä Merilampi mainitsee Nordean, jonka yhtiökokous järjestetään Tukholmassa, mutta siihen voidaan osallistua videoyhteyden avulla myös Helsingistä ja Kööpenhaminasta. Jokaisella kokouspaikalla on oma puheenjohtajansa, Merilampi on toiminut puheenjohtajana Helsingissä. Merilammen mukaan tällainen kokous kestää yleensä kolme kertaa pidempään kuin normaali yhtiökokous.

Yhtiökokous pitää lain mukaan järjestää yhtiön kotipaikkakunnalla. Kotipaikkakunnalla osakkaille voidaan järjestää yhtiökokouksen ohkeen muutakin mielenkiintoista ohjelmaa. Merilammen mukaan hyvä paikka yhtiökokouksen järjestämiselle on yhtiön omat toimitilat,

mutta valitettavasti harvoilla yhtiöillä on riittäviä kokoustiloja omissa toimitiloissaan, jolloin yhtiökokous joudutaan järjestämään muualla. Näistä suosituimpina Merilampi mainitsee Finlandia-talon, Messukeskuksen ja Marina Congress Centerin. Hartwall-areenaa Merilampi pitää liiankin suurena eikä kovin luontevana kokouspaikkana. Merilammen mielestä viikonpäivällä ei ole merkitystä kokousajankohtaa valittaessa, mutta hyvä kokouksen alkamisajankohta olisi kello 13–15.

Merilammen mukaan yhtiön toimitusjohtajalla ja hallituksella on velvollisuus olla paikalla yhtiökokouksessa, jotta osakkaiden kyselyoikeus voisi toteutua. Myös tilintarkastaja on nykyään yhä useammin paikalla yhtiökokouksessa.

Merilammen mielestä lisääntynyt ulkomaalaisomistus ei ole juurikaan näkynyt yhtiökokouksissa. Jotkut hallintarekisteröidyt osakkaat tosin rekisteröivät omistuksensa yhtiökokouksen ajaksi ja vastustavat kokouksessa ehdotuksia, jottei heille syntyisi mahdollisesti korvausvelvollisuutta. Merilammen mukaan paineita saattaa olla siihen suuntaan, että omistuksen läpinäkyvyyttä jatkossa kasvatetaan.

Merilammen mielestä yhtiökokouksissa esiintyy joskus häiriökäyttäytymistä, mutta ei yleisesti. Samalla hän toteaa, että osakkaiden mielestä häiriökäyttäytymistä ei varmaankaan esiinny. Merilampi kertoo, että muutaman kerran hän on joutunut keskeyttämään kokouksen asiattoman tai pitkään jatkuneen puheenvuoron vuoksi. Merilammen mukaan äänestyttäminen on turhaa esimerkiksi vahvasti valtionomisteisissa yhtiöissä, joissa valtion edustajan kanta käytännössä ratkaisee tehtävät päätökset. Hän kuitenkin toteaa, että joskus äänestäminen on hyvästä ja tarpeen, jotta päätöstä ei moitita. Varsinaisen äänestämisen vaihtoehdoksi Merilampi tarjoaa joskus mahdollisuutta koeäänestykseen tai osakkaan eriävän mielipiteen kirjaamista pöytäkirjaan.

Vaikka yhtiökokousten pöytäkirjat ovat lain mukaan vain päätöspöytäkirjoja, tulisi pöytäkirjojen Merilammen mielestä kuitenkin antaa oikea kuva kokouksen kulusta. Kirjaamiskäytännöissä on Merilammen mukaan eroja, toisissa yhtiöissä keskusteluita kirjataan enemmän ja yksityiskohtaisemmin kuin toisissa. Nykyään suurimmat kokoukset nauhoitetaan ja videoidaan, ja siitä myös ilmoitetaan osakkaille yhtiökokouksen alussa.



### 5.3. KHT Pekka Nikula, tilintarkastaja

KHT Pekka Nikula on PricewaterhouseCoopers Oy:n entinen toimitusjohtaja ja nykyinen hallituksen puheenjohtaja. Nykyään Nikula toimii tilintarkastajana muun muassa Keskossa ja YIT:ssä.

Nikulan mukaan yhtiökokous on ainoa suora kanava yhtiön johdon ja yksittäisen osakkaan välillä. Osakas voi saada kokouksesta hyvää tietoa, jos esittää kysymyksensä kirjallisesti etukäteen tai asiallisesti oikeassa asiakohdassa, Nikula toteaa. Samalla hän korostaa, ettei yhtiökokouksessa voida antaa uutta, yhtiön markkina-arvoon vaikuttavaa tietoa, ellei samanaikaisesti anneta asiasta pörssitiedotetta.

Nikulan mielestä tilintarkastajan tulisi ehdottomasti osallistua yhtiökokoukseen. Lisäksi toimitusjohtajan, muiden keskeisten johtajien, hallituksen jäsenten ja varsinkin uusien hallituksen jäsenten pitää olla paikalla yhtiökokouksessa. Nikulan mukaan osallistumisessa noudatetaan yhä enemmän corporate governance –työryhmän antamia suosituksia.

Valmistautuessaan yhtiökokoukseen tilintarkastaja lukee läpi yhtiön vuosikertomuksen ja keskustelelee yhtiön juristin kanssa, mistä asioista osakkailta on tullut kysymyksiä ja mikä voisi olla tämän vuoden yhtiökokousten teema, josta aktiiviset osakkaat esittävät kysymyksiä. Jos yhtiökokouksen esityslistalla on päätösehdotuksia esimerkiksi optioista, fuusioista tai suunnatuista anneista, niin näistä asioista tilintarkastaja keskustelelee tarkemmin yhtiön pääjuristin kanssa. Nikula lisää, että tilintarkastajan perustehtäviin kuuluu myös lausuntojen antaminen esimerkiksi omien osakkeiden hankintavaltuutuksesta. Tilintarkastaja ei varsinaisesti jaa informaatiota yhtiökokouksessa, mutta vastaa kysymyksiin mahdollisuuksien mukaan ja varmentaa pyydettyä yhtiön johdon antamaa informaatiota.

Yhtiökokouksessa päätettävät asiat Nikula jakaa kahteen ryhmään: lakisääteiset asiat ja normaalia poikkeavat asiat, kuten suunnattu anti, fuusio, omien osakkeiden hankinta ja luovutus sekä optiot. Tärkeimmäksi yksittäiseksi päätökseksi Nikula nostaa hallituksen valinnan, koska se puolestaan valitsee yhtiön toimitusjohtajan. Nikulan toteaaakin, että yhtiö on yhtä hyvä tai huono kuin sen johto. Nikulan näkee suurimpien osakkaiden edustajista

koostuvan ja hallituksen jäsenistä ehdotuksen tekvän nimitysvaliokunnan yleistymisen yhtiöissä positiivisena asiana.

Nikulan mielestä yhtiökokoukset eivät tilintarkastajan näkökulmasta eroa toisistaan kovinkaan paljon, yhtiökokousten puheenjohtajilla on tosin erilaisia tyylejä johtaa kokousta. Nikulan mukaan joskus yhtiökokouksissa käy syystä tai toisesta turhautuneita osakkaita purkautumassa, mutta hänen mielestään yhtiön johdon on kerran vuodessa kestävä tällainen käyttäytyminen. Yleensä puheenvuorot ja kysymykset ovat Nikulan mielestä asiallisia, mutta niitä voisi toki olla enemmänkin.

Nikulan mielestä osakkaiden osallistuminen yhtiökokouksiin voisi olla suurempaa, vaikka se onkin lisääntymään päin. Nikulan mukaan yhtiökokoukseen tulee enemmän väkeä joko silloin, kun yhtiöllä menee hyvin tai silloin, kun yhtiö on kriisissä. Aktiivisuus itse kokouspaikalla ei ole Nikulan mukaan kovinkaan vilkasta ja puheenvuoroista vastaavat yleensä aina samat osakkaat. Nikula mainitsee yksityissijoittajien aktiivisuudesta esimerkkinä Ruotsin, jossa yksityissijoittajat kokoavat äänensä yhteen ja parantavat siten todellisia vaikutusmahdollisuuksiaan yhtiökokouksessa.

Nikulan mukaan yhtiön johto ja kokouksen puheenjohtaja valmistautuvat kokoukseen entistä paremmin ja muun muassa toimitusjohtajan katsaukset ovat nykyään todella hyviä. Nikula muistuttaa, että yhtiökokouksen puheenjohtajan paikoista käydään kilpailua, jolloin puheenjohtajan on pystyttävä hoitamaan kokouksen juridiset asiat sujuvasti. Äänestykset ovat Nikulan mukaan nopeutuneet huomattavasti elektroniikan mukaantulon myötä, mutta suuria muutoksia kokouskäytäntöön, kuten äänestämistä kotoa käsin, hän ei lähitulevaisuudessa näe.

Nikulan mielestä normaalin yhtiökokouksen tulisi mennä läpi puolessatoista tunnissa. Hän toteaa, että voisi olla hyvä idea järjestää vapaamuotoisempi keskustelutilaisuus ennen varsinaista kokousta, jossa yhtiön johtajat pitäisivät esimerkiksi hieman seikkaperäisempiä toimialakatsauksia. Nikulan mielestä yhtiön pääkonttori olisi paras paikka yhtiökokoukselle. Valitettavasti vain harvoin yhtiöillä on käytössään riittävän suuret kokouksetilat, jolloin yhtiökokouksen järjestäminen pääkonttorilla ei ole käytännössä mahdollista. Nikulaa toteaa, että toisaalta yhtiökokouksen tulisi olla pääkaupunkiseudulla helposti osakkaiden saavutettavissa, mutta maakunnassa kotipaikkaansa pitävät yritykset voisivat järjestää yhtiökokouksen kotiseudullaan. Perjantai on Nikulan mukaan huono viikonpäivä



yhtiökokoukselle. Kokous ei saisi alkaa ennen kahta, koska jos kokous jostain syystä yllättäen venyy, niin osallistujien loppupäivälle sovitut tapaamiset voisivat siten peruuntua.

Lisääntyneen ulkomaalaisomistuksen vaikutus näkyy Nikulan mielestä välillisesti siinä, että yhtiöiden hallituksissa on enemmän ulkomaalaisia jäseniä. Yhtiökokouksissa ulkomaiset rahastot eivät ota kantaa, he korkeintaan vastustavat joitakin päätöksiä edustajan välityksellä. Ulkomaalaisomistuksen kasvu näkyy Nikulan mielestä jatkuvasti enemmän yhtiöiden hallintokäytännöissä.

Nikula kertoo, että tilintarkastajat käyttävät hyvin harvoin yhtiökokouksissa ennalta valmisteltuja puheenvuoroja. Tämä johtuu lähinnä yhtiökokouksen roolijaosta, jossa pääasiallinen vastausvelvollisuus on yhtiön johdolla. Osakkaan kysymyksen johdosta Nikula on antanut muutaman kerran kirjallisen lausunnon yhtiön hallitukselle.

Nikulan mielestä tilintarkastustoimiston vaihtaminen ei ole osakkaan edun mukaista. Esimerkiksi Yhdysvalloissa tilintarkastustoimistoa ei yleisesti ottaen vaihdeta eikä toimistoja kilpailuteta siinä määrin kuin Suomessa. Yhdysvalloissa toimistoa vaihdetaan yleensä vain omistajanvaihdon tai yhtiön kriisin yhteydessä. Yhdysvalloissakin laajalti käytetty päävastuullisen tilintarkastajan rotaatio on Nikulan mielestä hyvä asia, sopiva vaihtoväli voisi olla 7 vuotta. Hänen mielestään on ainoastaan hyvä, että tilintarkastaja ja tilintarkastustoimisto oppivat tuntemaan yhtiön ja sen johdon. Vaikka yhtiökokouspöytäkirjoihin poikkeuksetta kirjataan, että tilintarkastajan palkkio maksetaan (kohtuullisen) laskun mukaan, niin todellisuudessa palkkioperusteista sovitaan Nikulan mukaan etukäteen hyvin tarkkaan ja tarkastusbudjetissa pysyminen on tärkeää.

#### **5.4. Lakimies Jukka Naulapää, Stockmann Oyj**

Lakimies Jukka Naulapää on järjestänyt Stockmann Oyj:n yhtiökokoukset jo vuodesta 1998 lähtien.

Naulapään mukaan yhtiökokouksen lakimääräinen tehtävä ja merkitys osakeyhtiön ylimpänä päätöksentekuelimenä ei ole vähentynyt tai muuttunut aikojen saatossa. Yksityissijoittajille yhtiökokous antaa mahdollisuuden yhtiön johdon tapaamiseen ja esimerkiksi toimitusjohtajan

esityksen kuulemiseen. Naulapään mukaan suurimmat osakkeenomistajat tapaavat yhtiön johtoa säännöllisesti.

Naulapään mielestä kaikki lakisääteiset yhtiökokouksen tehtävät ovat periaatteessa yhtä tärkeitä, mutta voitonjako, optiot ja yhtiöjärjestyksen muutokset herättävät eniten mielenkiintoa. Tällaiset suurempaa mielenkiintoa synnyttävät päätökset saattavat hieman muuttaa myös kokouksen kulkua ja siihen valmistautumista, Naulapää lisää.

Viimeisten vuosien aikana Naulapää on toiminut Stockmann Oyj:n yhtiökokousten sihteerinä. Naulapään mukaan kokouksen käytännön järjestelyihin menee eniten aikaa valmistautumisessa. Yhtiökokouspaikka varataan jo kaksi vuotta etukäteen ja muihin järjestelyihin ryhdytään heti alkuvuodesta. Juridisen puolen valmisteluihin ei Naulapään mukaan mene kovinkaan paljon aikaa, ellei kokouksessa päätetä jostain juridisesti monimutkaisemmasta asiasta. Hyvät etukäteisvalmistelut auttavat myös kokouksen sujuvassa läpiviennissä. Kuten Naulapää toteaa, Stockmann Oyj:n yhtiökokouksiin osallistuu paljon asiakasomistajia (viime vuosina 700–800 läsnä ollutta osakkuutta) ja tällaisessa suuressa yhtiökokouksessa kaikki asiat – varsinkin äänestykset – vievät aikaa.

Naulapään mukaan yhtiökokouksessa tehtävät ehdotukset valmistellaan hyvinkin tarkkaan hallituksen sisällä. Samalla luonnollisesti varmistetaan, että kaikki hallituksessa edustettuna olevat suuromistajat ovat ehdotusten takana yksimielisesti. Ehdotukset esittelee yleensä yhtiön toimitusjohtaja tai hallituksen puheenjohtaja. Ehdotuksen hallituksen jäseniksi tekee nimitysvaliokunta, jonka ehdotuksen yhtiökokouksen puheenjohtaja lukee esityslistasta. Ennen nimitysvaliokunnan asettamista ehdotuksen hallituksen jäseniksi teki yleensä hallituksen ulkopuolinen suuri osakkeenomistaja tai sen edustaja. Vuodesta 1998 lähtien osakkaat eivät ole tehneet Naulapään mukaan yhtään varsinaista päätösehdotusta Stockmann Oyj:n yhtiökokouksissa.

Naulapään mielestä osakkaiden osallistuminen yhtiökokouksiin on riittävän aktiivista, ainakin Stockmann Oyj:n osalta. Osakkaat saavat tietoa ja tapaavat johtoa myös esimerkiksi Pörssisäätiön tai Osakesäästäjien keskusliiton järjestämissä sijoittajailloissa. Naulapään mukaan Stockmann Oyj:n yhtiökokoukset eivät ole juurikaan muuttuneet viime vuosina, yleisesti ottaen yhtiökokoukset ovat muuttuneet avoimemmiksi. Naulapää lisää, että osakesäästämisen suosion kasvun myötä myös osakkaiden läsnäolo yhtiökokouksissa on



lisääntynyt. Naulapää tuo esille sen mielenkiintoisen seikan, että yhtiökokouksessa esiteltävät yhtiön taloudelliset tunnusluvut ovat kokoushetkellä jo hieman vanhoja, noin kolmen kuukauden takaisia asioita. Hedelmällisempää olisikin, Naulapää toteaa, jos yhtiökokous voitaisiin järjestää heti vuoden alussa. Käytännössä tämä ei valitettavasti ole kuitenkaan mahdollista, Naulapää lisää.

Jatkossa mahdollisesti yhä kasvavat osallistujamäärät vaikeuttavat Naulapään mukaan kokousjärjestelyjä ja aiheuttavat suurempia kustannuksia. Viime vuosina Stockmann Oyj on järjestänyt yhtiökokouksensa Finlandia-talolla, mutta osallistujamäärän vielä kasvaessa tila alkaa käydä ahtaaksi. Suurempana kokoustilana voisi toimia Hartwall-areena, jonka kustannukset olisivat Naulapään mukaan kuitenkin moninkertaiset esimerkiksi Finlandia-taloon verrattuna. Naulapää kertoo, että yhteistyö Arvopaperikeskuksen kanssa on nopeuttanut huomattavasti äänestystilanteita. Jatkossa kotoa käsin yhtiökokoukseen osallistuminen ja äänestäminen voisi Naulapään mielestä olla mahdollista, mutta osakkaan henkilöllisyyden varmistaminen ja ääniluettelon laatiminen voi vielä olla ongelmallista.

Naulapään mukaan yhtiökokoukset tullaan yhä enenevässä määrin järjestämään siellä, missä osakkaat ovat. Naulapään mielestä yhtiökokous voidaan järjestää myös maakunnassa, kunhan johto ei pidä kokousta maakunnassa vaikeuttaakseen osakkaiden osallistumismahdollisuutta. Stockmann Oyj on perinteisesti pitänyt yhtiökokouksensa keskellä viikkoa kello 16 alkaen. Koska pääkaupunkiseudulla ei ole kovinkaan paljon hyviä tiloja yhtiökokouksille, tilojen saatavuuskin määrää osaltaan yhtiökokouksen pitoaikaa, Naulapää toteaa.

Naulapään mielestä koko hallituksen, yhtiön toimitusjohtajan ja ainakin toisen tilintarkastajan tulisi olla paikalla yhtiökokouksessa. Naulapää kertoo, että Stockmann Oyj:n yhtiökokouksissa ei ole esiintynyt osakkaiden häiriökäyttäytymistä. Naulapään mukaan joissakin yhtiöissä on ollut turhia äänestyksiä, jotka voisi katsoa pelkäksi kiusanteoksi, ei ainoastaan yhtiön johtoa vaan myös muita osakkaita kohtaan. Kirjoittaja on myös itse todistanut yhtiökokouksessa tilannetta, jossa muutama osakas on laittanut niin sanotun turhan äänestyksen pystyyn ja poistunut itse paikalta kesken ääntenlaskennan odottamatta edes äänestyksen lopputulosta.

Naulapään mukaan ulkomaalaisomistus ei ole juurikaan vaikuttanut Stockmann Oyj:n yhtiökokouksen kulkuun tai kokouskäytäntöön. Osaltaan tätä selittää Stockmann Oyj:n melko

pieni, vain noin 8 % ulkomaalaisomistus. Naulapään mielestä hallintarekisteriomistus ja sen anonymiteetti ei ole ongelmallinen asia.

Stockmann Oyj:llä on sekä nimitys- että palkitsemisvaliokunta. Naulapää pitää valiokuntia hyvinä, sillä ne tuovat päätöksentekoon tiettyä ryhtiä, koska hallituksen jäsenten valintoja ja palkkioasioita mietitään tarkemmin. Nimitysvaliokunnat koostuvat tavallisesti muutaman suurimman osakkeenomistajan edustajista. Naulapään mukaan tämä on ainoa mahdollinen tapa koota nimitysvaliokunta, sillä osakeyhtiössä vallitsee tunnetusti markka ja ääni –periaate.



## 6. KUVAILEVIA TUNNUSLUKUJA

### 6.1. Yhtiökokouksen päätökset

Yhtiökokouksessa voidaan tehdä päätöksiä vain niissä asioissa, jotka on mainittu kokouskutsussa tai joista yhtiöjärjestyksen mukaan päätetään varsinaisessa yhtiökokouksessa. Poikkeuksena on osakkeenomistajien mahdollisuus vaatia erityisen tarkastuksen järjestämistä yhtiössä. Tällainen vaatimus voidaan aina esittää varsinaisessa yhtiökokouksessa, vaikka asiaa ei olisi mainittu kokouskutsussa (Lindholm, Rasinaho ja Virtanen, 2004).

Osakeyhtiölain ja tilintarkastuslain mukaan yhtiökokoukselle kuuluu tietyt tehtävät, jotka on listattu mm. kirjassa Yhtiökokouskäytäntö (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Taulukkoon 1 olen kerännyt kaikki tutkimusmateriaalini 315 yhtiökokouspöytäkirjaan merkityt päätökset. Taulukossa ovat omana ryhmänään kaikki ne Yhtiökokouskäytäntö-kirjassa listatut tehtävät, joista kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa vuosina 1999–2004 on tehty päätöksiä. Lisäksi taulukossa 1 on listattu muutamia muita olennaisia päätöksiä tai teknisluonteisia asioita, kuten nimitysvaliokunnan asettaminen, kokouksen laillisuuden toteaminen tai tilinpäätöksen ja tilintarkastuskertomuksen esittely. Tarkastelemme seuraavassa muutamia mielenkiintoisia yhtiökokouksen päätöksiin liittyviä seikkoja.

Kuten taulukosta 1 voimme todeta, tilinpäätös vahvistettiin jokaisessa yhtiökokouksessa yhtä vuoden 2003 yhtiökokousta lukuun ottamatta. Siellä tilinpäätöksen vahvistamispäätös siirrettiin ylimääräiseen yhtiökokoukseen. Tästä syystä kyseisessä yhtiökokouksessa ei myöskään voitu tehdä voitonjakopäätöstä. Ainoa puuttuva vastuuvapauspäätös on vuodelta 2000 ja se liittyy yhtiökokoukseen, jossa osalle yhtiön johdosta myönnettiin vastuuvapaus ja muiden osalta päätös siirrettiin ylimääräiseen yhtiökokoukseen.

Hallintoelinten valinnasta voidaan todeta, että yhtiökokous ei kovinkaan usein valitse hallintoneuvoston tai hallituksen puheenjohtajaa, vaan tämä valitaan heti yhtiökokouksen jälkeen pidettävässä järjestäytymiskokouksessa. Muutamien yhtiöiden yhtiöjärjestyksen mukaan tilintarkastaja valitaan tehtävänsä toistaiseksi ja tällöin varsinaista päätöstä tilintarkastajasta ei välttämättä tehdä joka vuosi, yhtiökokouksessa ikään kuin vain todetaan, kuka toimii tilintarkastajana.

Yhtiöjärjestyksen muutokset olen kirjannut pöytäkirjoista esityskohdittain, joten jos pöytäkirjan esityskohdassa on muutettu useampaa pykälää yhtiöjärjestyksestä, olen merkinnyt sen yhdeksi yhtiöjärjestyksen muutokseksi.

**Taulukko 1**

Kohdeyhtiöiden varsinaisten yhtiökokousten päätösten lukumäärät vuosina 1999-2004

Vuosi	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Yhteensä
Yhtiökokousten lukumäärä vuosittain	42	50	55	56	56	56	315
Yhtiökokouksen puheenjohtajan valinta	42	50	55	56	56	56	315
Kokouksen laillisuuden toteaminen	42	50	55	56	56	56	315
Tilinpäätöksen ja tilintark.kertomuksen esittely	42	50	55	56	56	56	315
Yk:n pöytäkirjantarkastajan valinta	42	50	55	56	56	56	315
Erillisten ääntenlaskijoiden valinta	17	16	22	22	26	27	130
Tilinpäätöksen vahvistaminen	42	50	55	56	55	56	314
Voitonjako	42	50	54	55	54	56	311
Vastuuvapaus	42	49	55	56	56	56	314
Hallintoneuv. jäsenten lukumäärä	11	11	8	8	6	6	50
Hallintoneuv. jäsenten valinta	11	11	8	7	5	5	47
Hallintoneuv. jäsenten palkkiot	11	11	8	7	5	5	47
Hallintoneuv. puheenjohtajan valinta	3	3	3	2	2	2	15
Hallituksen jäsenten lukumäärä	32	40	46	50	51	52	271
Hallituksen jäsenten valinta	32	40	47	50	51	52	272
Hallituksen jäsenten palkkiot	32	41	48	51	52	53	277
Hallituksen puheenjohtajan valinta	4	5	6	8	9	10	42
Tilintarkastajien lukumäärä	19	21	21	22	21	21	125
Tilintarkastajien valinta	41	47	51	50	50	51	290
Tilintarkastajien palkkiot	37	42	48	49	50	52	278
Splitti	2	5	1	0	1	4	13
Rahastoanti	9	17	7	1	3	2	39
Uusmerkintä	0	4	2	1	2	1	10
Valtuutus osakepo:n korottamiseksi	6	17	19	26	27	29	124
Optioiden myöntäminen avainhenkilöille	5	8	9	9	12	7	50
Yhteistilillä olevien osakkeiden myynti	0	7	4	1	1	1	14
Osakepo:n alentaminen (osakk. mitätöinti)	3	6	7	10	9	8	43
Ylikurssirahaston alentaminen	0	0	0	0	0	2	2
Osakkeen nimellisarvosta luopuminen	5	3	3	1	0	0	12
Valtuutus hankkia omia osakkeita	11	22	26	26	28	28	141
Valtuutus luovuttaa omia osakkeita	10	19	24	27	29	28	137
Sulautuminen	3	4	3	1	0	0	11
Lahjoitus yleishyödylliseen tarkoitukseen	13	14	11	9	5	4	56
Nimitysvaliokunnan asettaminen	0	0	0	0	0	5	5
Yhtiöjärjestyksen muutos	15	28	50	13	18	17	141
Osakepo:n muuttaminen euromääräiseksi	12	14	7	1	0	0	34
Optioiden ehtojen muuttaminen	5	3	1	2	3	3	17
Muuta	15	13	15	11	19	20	93
Yhteensä							4985

Muiden kuin lakisääteisesti juuri varsinaiselle yhtiökokoukselle kuuluvien tehtävien osalta on huomioitava, että monet teknisluontoiset päätökset, päätökset yrityskaupoista tai osakepääoman korottamisista tehdään ylimääräisissä yhtiökokouksissa.



## 6.2. Kohdeyhtiöiden taloudellisia tunnuslukuja

Yhtiöiden taloudelliset tunnusluvut on kerätty Talouselämä-lehden yritystietokannasta, yhtiöiden internetsivuilta ja vuosikertomuksista. Tunnusluvut kattavat vuodet 1996–2003, joka mahdollistaa yhtiökokousvuotta edeltävän vuoden tunnuslukujen käytön lisäksi myös yhtiökokousvuotta edeltävien kolmen vuoden tunnuslukujen keskiarvon laskennan. Kolmen viimeisimmän vuoden tunnuslukujen keskiarvon laskemisen tarkoituksena on tasoittaa aineistoon mahdollisesti kuuluvien, muista havainnoista suuresti poikkeavien havaintojen vaikutusta tutkimustuloksiin, sekä kartoittaa yhtiön pitemmän aikavälin historiallisen taloudellisen kehityksen vaikutusta yhtiökokouskäytäntöön. Muutamalta yhtiökokousvuotta edeltävältä vuodelta laskettuja taloudellisten tunnuslukujen keskiarvoa ovat tutkimuksessaan selittävänä tai kontrollimuuttujana käyttäneet muun muassa Johnson ja Shackell (1997), Gillan ja Starks (2000), Gordon ja Pound (1993), Jong, Mertens ja Roosenboom (2004) sekä Karpoff, Malatesta ja Walkling (1996).

Tutkimuksen taloudellisten tunnuslukujen valinta perustuu aikaisemmissa yhtiökokoustutkimuksissa käytettyihin tunnuslukuihin, tunnuslukujen saatavuuteen ja luotettavuuteen tämän tutkimuksen käsittävältä aikajaksolta sekä tutkijan omaan harkintaan. Liikevaihtoa tai taseen loppusummaa yhtiön kokoa kuvaavana kontrollimuuttujana ovat tutkimuksessaan käyttäneet Lins ja Warnock (2004), Lakhal (2003), Strickland, Wiles ja Zenner (1996) sekä Gordon ja Pound (1993). Liikevaihdon muutosta äänestystulosta selittävänä muuttujana ovat käyttäneet Johnson ja Shackell (1997) sekä osakkaan ehdotuksen todennäköisyyttä selittävänä muuttujana Karpoff, Malatesta ja Walkling (1996). Oman pääoman tuottoprosenttia (ROE) ovat tutkimuksessaan käyttäneet muun muassa Strickland, Wiles ja Zenner (1996), Crespi-Cladera ja Renneboog (2003) sekä Jong, Mertens ja Roosenboom (2004). Yhtenä osakkaan ehdotuksen todennäköisyyttä selittävänä yhtiön taloudellista kehitystä kuvaavana muuttujana Karpoff, Malatesta ja Walkling (1996) käyttävät liikevoittoprosenttia. Samassa tutkimuksessa yhtiön velkaantumisaste on yhtiön taloudellista tilaa kuvaava tunnusluku. Tässä tutkimuksessa yhtiön taloudellisen tilan mittarina käytetään omavaraisuusastetta lähinnä tunnusluvun paremman saatavuuden ja luotettavuuden vuoksi.

Taulukossa 2 esitellään kohdeyhtiöiden taloudelliset tunnusluvut. Tutkimuksen yhtiökokousaineisto muodostuu 315 yhtiökokouksen pöytäkirjasta vuosilta 1999–2004, joten jokaisen tunnusluvun maksimihavaintomäärä on siten 315. Yhtiökokousta edeltävän vuoden

tunnuslukujen havaintomäärä onkin vähintään 300 taseen loppusummaa lukuun ottamatta, mutta yhtiökokousta edeltävien kolmen vuoden tunnuslukujen keskiarvon havaintomäärä on usein alempi. Tämä johtuu siitä, että esimerkiksi vuoden 1999 yhtiökokousta edeltävien kolmen vuoden tunnuslukujen keskiarvoa laskettaessa käytettävissä täytyisi olla vuosien 1996, 1997 ja 1998 tunnusluvut ja varsinkin osalla pienemmistä yhtiöistä lähes 10 vuoden takaisten tunnuslukujen saaminen käyttöön on hankalaa. Osin tämä oli jopa mahdotonta, sillä jotkut kohdeyrityksistä on perustettu vasta vuoden 1996 jälkeen.

**Taulukko 2**

Kohdeyhtiöiden taloudelliset tunnusluvut

Taulukossa esitellään kohdeyhtiöiden taloudellisista luvuista vuosina 1999-2004 lasketut tunnusluvut.

Sarake "lkm" ilmoittaa havaintojen määrän kunkin taloudellisen tunnusluvun osalta.

	lkm	Keskiarvo	Mediaani	Minimi	Maksimi	Keskihajonta
<b>Markkina-arvo, M€</b>						
Tilanne 18.10.2004	56	2084	289	9	54519	7450
<b>Liikevaihto, M€</b>						
yhtiökokousta edeltävältä vuodelta	314	2036	476	5	31191	4361
3 viimeisen vuoden keskiarvo	312	1871	469	3	30528	3963
<b>Taseen loppusumma, M€</b>						
yhtiökokousta edeltävältä vuodelta	282	2191	419	6	23920	4674
3 viimeisen vuoden keskiarvo	279	2023	413	4	23225	4276
<b>Liikevaihdon muutos, %</b>						
yhtiökokousta edeltävältä vuodelta	312	17,0	7,4	-76,0	597,0	48,9
3 viimeisen vuoden keskiarvo	299	20,9	11,5	-47,8	263,5	37,4
<b>Liiketulos, %</b>						
yhtiökokousta edeltävältä vuodelta	314	7,1	6,3	-299,9	168,7	26,6
3 viimeisen vuoden keskiarvo	305	7,7	6,7	-126,8	91,4	19,6
<b>ROE, %</b>						
yhtiökokousta edeltävältä vuodelta	312	5,6	9,1	-414,0	80,2	36,6
3 viimeisen vuoden keskiarvo	301	8,8	10,0	-186,7	77,3	28,0
<b>Efektiiivinen osinkotuotto, %</b>						
yhtiökokousta edeltävältä vuodelta	300	4,8	4,1	0,0	34,3	4,6
3 viimeisen vuoden keskiarvo	256	4,5	3,9	0,0	29,0	3,8
<b>Omavaraisuusaste, %</b>						
yhtiökokousta edeltävältä vuodelta	308	48,7	47,0	-206,2	97,6	22,4
3 viimeisen vuoden keskiarvo	300	49,1	46,9	-59,5	94,8	16,0

### 6.3. Osakkuuksien, äänten ja osakkeiden läsnäolo yhtiökokouksissa

Taulukossa 3 on esitelty osakkuuksien, äänten ja osakkeiden läsnäolo varsinaisissa yhtiökokouksissa vuosina 1999–2004. Läsnäolotiedot on kerätty yhtiökokouspöytäkirjoista ja kokonaisosakas-, kokonaisääni- ja kokonaisosakemäärät kohdeyhtiöiden internetsivuilta ja vuosikertomuksista, osittain myös suoraan pöytäkirjoista. Muutamasta pöytäkirjasta ei



selvinnyt osallistujatietoja, mutta tällaisia pöytäkirjoja oli vain kymmenkunta. Osakkuuksien läsnäolo eroaa osakkaiden henkilökohtaisesta läsnäolosta siinä, että yhtiökokoukseen osallistumaan estynyt osakas voi valtakirjalla valtuuttaa itselleen edustajan paikanpäälle. Tämä edustaja (asiamies) voi edustaa kokouksessa useampaa osakasta ja muun muassa äänestää heidän ohjeidensa mukaisesti. Tarkastelen nimenomaan osakkuuksien eikä osakkaiden läsnäoloa, koska pöytäkirjoissa läsnäolotiedot oli usein ilmoitettu osakkuuskohtaisesti ja mielestäni osakkuuksien läsnäolo kuvaa paremmin osakkaiden halua vaikuttaa yhtiökokouksissa kuin kuvaavana tunnuslukuna rajoittavampi osakkaiden henkilökohtainen läsnäolo. Muutamassa kohdeyhtiössä pienosakkaiden äänten kerääminen valtakirjoilla on varsin yleistä ja tämä näkyy taulukossa suurina osakkuuksien maksimiläsnäolomäärinä (jopa yli 30 % kaikista osakkuuksista).

**Taulukko 3**

Osakkuuksien, äänten ja osakkeiden läsnäolo kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa vuosina 1999-2004

Taulukossa esitellään osakkuuksien, äänten ja osakkeiden läsnäolo kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa vuosina 1999-2004. Osakkuuksien läsnäoloprosentit on laskettu kohdeyhtiön rekisteröityneiden osakkaiden kokonaismäärästä. Äänten ja osakkeiden läsnäoloprosentit on laskettu kohdeyhtiöiden kokonaisääni- ja osakemäärästä, eikä yhtiökokoukseen osallistumisoikeutetusta ääni- ja osakemäärästä.

Vuosi		1999	2000	2001	2002	2003	2004	Yhteensä
Yhtiökokousten lukumäärä vuosittain		42	50	55	56	56	56	315
Osakkuuksien läsnäolo								
lkm	keskiarvo	266	273	301	282	300	318	292
	mediaani	85	101	94	104	122	125	108
	minimi	6	3	8	9	8	7	3
	maksimi	3014	4145	4636	4016	3063	2832	4636
%	keskiarvo	4,8 %	4,0 %	3,2 %	3,1 %	3,3 %	3,2 %	3,5 %
	mediaani	2,4 %	2,3 %	1,9 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %
	minimi	0,5 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
	maksimi	27,8 %	23,3 %	26,1 %	25,4 %	33,6 %	32,3 %	33,6 %
Äänten läsnäolo								
%	keskiarvo	58,5 %	58,9 %	57,0 %	55,6 %	56,0 %	53,1 %	56,3 %
	mediaani	57,9 %	58,8 %	60,7 %	57,1 %	57,8 %	54,6 %	57,7 %
	minimi	17,4 %	13,0 %	10,5 %	8,3 %	12,6 %	14,2 %	8,3 %
	maksimi	92,9 %	92,9 %	92,9 %	92,9 %	92,8 %	92,0 %	92,9 %
Osakkeiden läsnäolo								
%	keskiarvo	50,2 %	50,8 %	51,0 %	48,8 %	49,7 %	46,4 %	49,4 %
	mediaani	51,0 %	54,0 %	52,7 %	52,7 %	51,0 %	49,7 %	52,1 %
	minimi	11,7 %	13,0 %	10,5 %	8,3 %	12,6 %	14,2 %	8,3 %
	maksimi	82,6 %	84,7 %	80,7 %	78,9 %	86,2 %	74,7 %	86,2 %

Taulukossa 3 äänten ja osakkeiden läsnäoloprosentit on laskettu kohdeyhtiöiden kokonaisääni- ja kokonaisosakemäärästä, eikä osallistumisoikeutetuista määristä. Yhtiöiden hallintarekisteröidyillä osakkailla ei ole osallistumisoikeutta yhtiökokoukseen ja siten laajasti hallintarekisteriomisteisten yhtiöiden äänten ja osakkeiden läsnäoloprosentit jäävät

luonnollisesti melko alhaisiksi. Vertailun vuoksi, tarkastelujaksolla osallistumisoikeutettujen (eli pois lukien hallintarekisteriomistukset) äänten keskimääräinen läsnäoloprosentti oli 65 ja osakkeiden 60, eli noin 10 prosenttiyksikköä korkeammat kuin taulukossa 3 esitetyt luvut.

Taulukosta 3 näemme, että tarkastelujaksolla osakkuuksien lukumääräinen läsnäolo yhtiökokouksissa on ollut melko tasaisesti pienessä kasvussa, mutta kokonisosakasmäärään suhteutettu läsnäolo ei ole juurikaan muuttunut. Tämä johtunee siitä, että vaikka kiinnostus yhtiökokousta kohtaan on yksityissijoittajien joukossa ollut kasvussa, niin yhtiöiden kokonisosakasmäärät ovat kasvaneet vielä voimakkaammin pörssisijoittamisen suosion kasvun johdosta. Muutamissa kohdeyhtiöissä yhtiökokouksiin osallistuvat vain pääomistajat (usein operatiivisessa johdossakin olevia henkilöomistajia) sekä ehkä jonkun sijoitusrahaston edustaja ja aktiivisimmat yksityissijoittajat.

Osakkeiden ja äänten läsnäolo yhtiökokouksissa on ollut viime vuosina hienoisessa laskussa, varsinkin vuonna 2004, jolloin lasku oli jopa kolmen prosenttiyksikön luokkaa. Tätä havaintoa tukevat SVH PricewaterhouseCoopers Oy:n vuoden 1998 yhtiökokouksista tekemä tutkimus, jossa osakkeiden läsnäoloprosentti oli 53 ja äänten 60, eli hieman korkeammat kuin taulukossa 3 esitetyt keskiarvot vuosilta 1999–2004. Tätä ilmiötä selittävät muun muassa yhtiöiden ulkomaalaisomistuksen, hallintarekisteriomistuksen ja omistuksen hajaantuneisuuden kehitykset, joita tarkastelemme seuraavassa.

#### **6.4. Kohdeyhtiöiden ulkomaalaisomistus**

Taulukossa 4 on esitelty kohdeyhtiöiden ulkomaalaisomistus, hallintarekisteriomistus, omistuksen hajaantuneisuus ja osakaslukumäärä vuosilta 1999–2004. Kohdeyhtiöiden ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistuksen tiedot on hankittu Arvopaperikeskuksen ylläpitämästä tietokannasta. Ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistukset kuvaavat yhtiökokouskuukautta edeltävän kuukauden lopun tilannetta, jotta tutkimukseni testivaiheessa käytössä olisi mahdollisimman hyvin ajan tasalla olevat luvut. Tiedot suurimmista omistajista ja osakasmäärästä on saatu kohdeyhtiöiden internetsivuilta sekä vuosikertomuksista ja ne kuvaavat yhtiökokousvuotta edeltävän vuoden lopun tilannetta. Suora ulkomaalaisomistus tarkoittaa rekisteröityneitä ulkomaalaisia osakkaita, erotuksena hallintarekisteriomistuksista,



joihin voi kuulua myös suomalaisia, rekisteröitymättömiä osakkaita. Osakasmäärä on niin ikään rekisteröityneiden osakkaiden lukumäärä.

Herfindahl-indeksi kuvaa tutkimuksessa omistuksen hajaantuneisuutta. Indeksia käytetään yleisesti esimerkiksi kuvaamaan tulojen jakautumista yhteiskunnassa tai tietyn toimialan keskittyneisyyttä markkinaosuuksilla mitattuna. Indeksien arvo saadaan summaamalla havaintoarvojen neliöt. Tässä tutkimuksessa havaintoarvoina ovat kohdeyrityksen ääniosuuksilla mitattuna 10 suurimman osakkaan omistusosuudet. Herfindahl-indeksi saa aina arvon, joka on suurempi kuin nolla ja pienempi tai yhtä suuri kuin yksi. Jos yhtiöllä on vain yksi omistaja, indeksi saa silloin arvon 1, koska  $1^2 = 1$ . Jos yhtiöllä on 10 omistajaa ja jokaisella on 10 % omistusosuus, indeksi saa arvon 0,1. Indeksillä on siis sitä suuremman arvon, mitä keskittyneempää kohdeyrityksen ääniosuuksilla mitattu omistus on. Tästä johtuen muutamien tutkimuksessa mukana olevien niin sanottujen valtionyhtiöiden Herfindahl-indeksi on melko korkea. Vastaavasti laaja rekisteröimätön omistus (hallintarekisteriomistus) alentaa Herfindahl-indeksien arvoa. Laskin Herfindahl-indeksien myös osallistumisoikeutetuille äänille eli vähensin kokonaisäänimäärästä hallintarekisterissä olevat äänet. Tällöin indeksien saamat arvot luonnollisesti kasvoivat. Päädyin kuitenkin jatkossa käyttämään klassista Herfindahl-indeksiä yhtiön ääniomistuksen hajaantuneisuuden mittarina, koska hallintarekisteröityjen äänen erottaminen omaksi muuttujakseen mahdollistaa mielestäni yhtiökokouskäytännön yksityiskohtaisemman tarkastelun.

Taulukosta 4 näemme, että suora ulkomaalaisomistus kohdeyrityksissä on ollut pienessä kasvussa vuosina 1999–2004. Hallintarekisteriomistuksessa selkeää kasvua ei ole havaittavissa, ehkä jopa pienoista laskua. Silmiinpistävää on vuoden 2004 merkittävä kasvu sekä suorassa omistuksessa että hallintarekisteriomistuksessa, joka johtuneen muutaman kohdeyrityksen suuren suomalaisen henkilöomistajan omistuksen siirrosta joko ulkomaisen sijoitusyrityksen nimiin tai hallintarekisterin suojiin.

Herfindahl-indeksien arvo on vuotta 2001 lukuun ottamatta ollut laskussa, toisin sanoen kohdeyrityksien ääniosuuksilla mitattu omistuksen hajaantuneisuus on kasvanut. Vuoden 2001 piikki ylöspäin on selitettävissä sillä, että kyseisenä vuonna aineistoon tuli mukaan muutamia vastalistautuneita yhtiöitä, joiden omistus oli vielä varsin keskittynyttä laajoista listautumisanneista huolimatta.

**Taulukko 4**

Kohdeyritysten ulkomaalaisomistus, ääniomistuksen hajaantuneisuus ja osakkaiden lukumäärä

Taulukossa on esitelty kohdeyritysten ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus, Herfindahl-indeksillä kuvattu ääniomistuksen hajaantuneisuus ja kokonaisosakasmäärä.

Vuosi		1999	2000	2001	2002	2003	2004	Yhteensä
Suora ulkomaalaisomistus								
osakkeista, %	keskiarvo	2,5	3,2	3,6	4,3	4,3	5,1	3,7
	maksimi	24,1	31,4	31,1	33,4	38,9	43,7	43,7
äänistä, %	keskiarvo	2,5	3,0	3,4	4,2	4,2	5,1	3,6
	maksimi	32,9	31,4	31,1	33,2	38,9	43,7	43,7
Hallintarekisteriomistus								
osakkeista, %	keskiarvo	22,9	19,7	18,4	18,5	17,9	19,9	18,0
	maksimi	78,9	87,5	89,4	89,9	90,3	88,2	90,3
äänistä, %	keskiarvo	15,9	15,1	14,7	15,3	14,6	16,5	14,2
	maksimi	78,9	87,5	89,4	89,9	90,3	88,2	90,3
Hallintarekisteri- ja suora omistus yht.								
osakkeista, %	keskiarvo	24,8	22,8	21,6	22,2	21,6	24,7	21,8
	maksimi	79,4	87,8	89,8	90,4	90,7	88,8	90,7
äänistä, %	keskiarvo	17,9	18,0	17,8	18,8	18,1	21,2	17,8
	maksimi	79,4	87,8	89,8	90,4	90,7	88,8	90,7
Herfindahl-indeksi								
	keskiarvo	0,131	0,133	0,144	0,130	0,127	0,123	0,131
	maksimi	0,419	0,569	0,538	0,581	0,536	0,446	0,581
Osakkaiden lukumäärä								
	keskiarvo	10076	13148	14314	14925	15464	16425	14383
	maksimi	55000	60000	94429	116239	129508	133991	133991

Kohdeyhtiöiden keskimääräinen rekisteröity kokonaisosakasmäärä on kasvanut jopa 60 % vuodesta 1999 vuoteen 2004. Tämä selittää osaltaan aiemmassa kappaleessa kuvattua ilmiötä, jossa osakkuuksien suhteellinen läsnäolo yhtiökokouksissa on laskenut, vaikka samanaikaisesti osakkuuksien lukumääräinen läsnäolo on tasaisesti hieman kasvanut.

## 6.5. Yhtiökokoustapahtumat ja niiden aiheet

### 6.5.1. Yhtiökokoustapahtumien lukumäärät

Taulukossa 5 on listattu kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa vuosina 1999–2004 esiintyneiden äänestysten sekä osakkaiden ehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten lukumäärät (yhtiökokoustapahtumat). Osakkaalla tarkoitetaan tässä yhteydessä yksityissijoittajaa, eikä niinkään yhteistyössä yhtiön johdon kanssa toimivaa pääomistajaa tai muita suuria institutionaalisia omistajia. Lukumäärät perustuvat kohdeyhtiöiden yhtiökokouspöytäkirjoihin ja niiden varsin kirjataan kyseisten tapahtumien kirjaamiskäytäntöön. Osakeyhtiölain



9:11.3:n mukaan yhtiökokouksessa suoritettujen äänestysten tulokset, hyväksyvät päätökset ja hylkäävät päätökset tulee merkitä pöytäkirjaan. Ehdotusta, jota ei ole otettu päätöksenteon kohteeksi, puheenvuoroja tai eriäviä mielipiteitä (vastustuksia) ei pöytäkirjaan lain mukaan tarvitse kirjata. Käytännössä on usein tarkoituksenmukaista kirjata pöytäkirjaan muutakin tietoa, sillä lisätietojen ansiosta pöytäkirjan todistusarvo kasvaa. Jatkossa esiteltäviä tilastoja tutkiessa edellä mainitut lainmukaiset vaatimukset on kuitenkin hyvä pitää mielessä.

Taulukossa 5 kuhunkin vuoteen liittyvien yhtiökokousten lukumäärät on ilmoitettu vuosiluvun alla. Äänestykseksi olen määritellyt sekä äänilipuilla suoritettun äänestyksen että seisomaan nousten tai kättä nostaen suoritettun koeäänestyksen. Osakkaiden ehdotukset ovat joko sellaisia, joiden kannatus on mitattu äänestyksellä, tai sellaisia, jotka on hyväksytty yhtiökokouksen päätökseksi ilman äänestystä suoraan tai keskustelun jälkeen, tai sellaisia, jotka on käsitelty yhtiökokouksessa, mutta joista ei ole voitu tehdä päätöstä ehdotuksen puutteellisuuden tai yhtiökokouksen päätösvaltaan kuulumattomuuden takia. Osakkaan ehdotukseksi en siis ole laskenut pelkkiä mielipiteitä tai toivomuksia, ne kuuluvat puheenvuorojen ryhmään. Puheenvuoroihin kuuluvat muun muassa myös keskustelut, kysymykset ja lausumat. Vastustukset ovat tapauksia, joissa osakas vastustaa käsiteltävää asiaa tai siitä tehtävää päätösehdotusta, mutta ei vaadi asiasta äänestystä. Vastustus on käytännössä eriävän mielipiteen kirjaamista pöytäkirjaan.

Äänestyksiä ja osakkaiden ehdotuksia on tarkastelujaksolla ollut keskimäärin noin joka kuudennessa yhtiökokouksessa, viime vuosina jo noin joka neljännessä yhtiökokouksessa. Äänestysten ja osakkaiden ehdotusten lukumäärä ei vuoden 2002 hyppäyksen jälkeen ole kasvanut samassa määrin. Osakkaiden ehdotusten osalta vuoden 2002 kasvua verrattuna vuoteen 2001 selittää suurimpina yksittäisinä tekijöinä vastuuvapaudesta ja hallituksen jäsenistä tehdyt lukuisimmat ehdotukset. Vastaavaa lisäystä äänestyksissä jo edellä mainittujen lisäksi selittää äänestysinnostus hallituksen palkkioista.

Puheenvuorojen lukumäärä on kasvanut ilahduttavan voimakkaasti läpi tarkastelujakson. Vastustusten lukumäärä on kasvanut jopa räjähdysmäisesti, varsinkin vuonna 2004. Osaltaan ilmiötä selittää kohdeyhtiöiden kansainvälistyminen sekä omistuspohjan että operatiivisen toiminnan suhteen, joka aiheuttaa sen, että ulkomaiset omistajat esittävät herkemmin eriävän mielipiteensä päätöksistä taatakseen oman laillisen asemansa mahdollisissa vastuukysymyksissä. Toinen selittävä seikka on suomalaisten yksityisijoittajien

aktivoituminen: he haluavat usein esittää eriävän mielipiteensä vaatimatta kuitenkaan äänestystä, joka olisikin monissa tilanteissa vain ajanhukkaa äänestyksen lopputuloksen ollessa selvillä jo ennen äänestystä.

**Taulukko 5**

Yhtiökokoustapahtumat vuosina 1999-2004

Taulukossa on esitelty äänestysten sekä osakkaiden ehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten lukumäärät kohdeyhtiöiden varsinaisissa yhtiökokouksissa vuosina 1999-2004.

Vuosi		1999	2000	2001	2002	2003	2004	Yhteensä
Yhtiökokousten lukumäärä		42	50	55	56	56	56	315
Yhtiökokoukset, joissa	lkm	8	5	5	11	11	15	55
äänestyksiä	%	19	10	9	20	20	27	17
Äänestysten lukumäärä		11	7	5	22	17	18	80
Yhtiökokoukset, joissa	lkm	8	4	5	11	13	15	56
osakkaiden ehdotuksia	%	19	8	9	20	23	27	18
Osakkaiden ehdotusten lukumäärä		12	9	8	25	20	26	100
Yhtiökokoukset, joissa	lkm	11	13	18	16	20	28	106
osakkaiden puheenvuoroja	%	26	26	33	29	36	50	34
Puheenvuorojen lukumäärä		25	33	33	40	60	64	255
Yhtiökokoukset, joissa	lkm	4	4	10	8	9	17	52
osakkaiden vastustuksia	%	10	8	18	14	16	30	17
Osakkaiden vastustusten lukumäärä		6	11	32	23	40	100	212

Yhteenvedona taulukosta 5 voimme todeta, että osakkaiden ja nimenomaan yksityissijoittajien aktiivisuus yhtiökokouksissa on kasvanut tarkasteluajanjaksona. Omat kokemukseni tämän kevään yhtiökokouksista tukevat tätä päätelmää. Osallistuin neljään yhtiökokoukseen, joista kaikissa osakkaat käyttivät puheenvuoroja ja kolmessa äänestettiin ja esitettiin eriäviä mielipiteitä.

### 6.5.2. Yhtiökokoustapahtumien aiheet

Taulukossa 6 on esitelty äänestysten, osakkaiden ehdotusten ja vastustusten aiheet. Nämä kolme yhtiökokoustapahtumaa esitellään samassa taulukossa, koska ne usein liittyvät toisiinsa tavalla tai toisella. Osakkaan tekemä päätösehdotus johtaa usein äänestykseen. Toisaalta, jotta yhtiökokouksessa jouduttaisiin äänestämään, vaaditaan vähintään kaksi eriävää päätösehdotusta. Toisinaan osakkaat eivät halua järjestää äänestystä asiasta, josta he ovat eri mieltä päätösehdotuksen tehneen yhtiön hallituksen kanssa. Tällöin he voivat kirjauttaa



eriävän mielipiteensä yhtiökokouspöytäkirjaan. Puheenvuorojen luonne on hieman edellä mainituista yhtiökokoustapahtumista poikkeava, ja siksi osakkaiden puheenvuorojen aiheet esitellään erikseen taulukossa 7.

#### Taulukko 6

Äänestysten, osakkaiden ehdotusten ja vastustusten aiheet

Taulukossa on esitelty kohdeyhtiöiden varsinaisissa yhtiökokouksissa olleiden äänestysten, osakkaiden ehdotusten ja vastustusten aiheet vuosina 1999-2004.

	Ehdotusten lkm	Äänestysten lkm	Vastustusten lkm		
			Ulkom.	Suom.	Yhteensä
Vastuuvapaus	12	7	18	7	25
Optiot	11	11	8	7	15
Hallituksen jäsenten valinta	10	10	14	1	15
Voitonjako	8	5	18	0	18
Palkkiot	7	7	15	0	15
Hallituksen jäsenten lukumäärä	7	5	0	0	0
Hallintoneuv. lakkauttaminen	7	5	5	0	5
Hallintoneuv. jäsenten lukumäärä	5	4	0	0	0
Valtuutus hankkia omia osakkeita	3	3	12	2	14
Hallintoneuv. jäsenten valinta	2	2	1	0	1
Ylimäär. tilintarkastajan valitseminen	2	2	0	0	0
Valtuutus osakepo:n korottamiseksi	3	3	18	2	20
Osakelajien yhdistäminen	2	2	0	0	0
Muut yhtiöjärjestyksen muutokset	2	4	9	1	10
Suunnattu anti	2	2	0	0	0
Valtuutus luovuttaa omia osakkeita	1	1	13	4	17
Tilinpäätöksen vahvistaminen	0	0	19	2	21
Tilintarkastajan valinta	0	0	16	0	16
Osakepääoman alentaminen	0	0	6	0	6
Nimitysvaliokunnan asettaminen	0	0	5	0	5
Muuta	18	7	8	1	9
Yhteensä	102	80	185	27	212

Suosituimmat äänestyksen aiheet olivat yhtiön johdon palkkiot ja avainhenkilöiden optiojärjestelmät. Yhtiökokouksen ehkä tärkeimmästä päätöksestä eli hallituksen jäsenten valinnasta suoritettiin äänestys 10 yhtiökokouksessa. Osakkaiden edustama kanta voitti 7 äänestystä 80:sta ja näiden äänestysten aihealueet olivat: yhtiöjärjestyksen muutos (osakelajien yhdistäminen, osakkaan vastustus), hallituksen jäsenten lukumäärä, hallituksen jäsenten vaali, hallintoneuvoston jäsenmäärän vähentämistä tutkivan työryhmän asettaminen (osakkaan kannatus), hallintoneuvoston jäsenten lukumäärä, vastuuvapauspäätöksen siirtäminen jatkokokoukseen (osakkaan kannatus) ja vähimmäisosinkovaatimus. Suoritetuista 80 äänestyksestä 65 oli sellaisia lippuäänestyksiä, joista pöytäkirjaan oli kirjattu tarkka äänestystulos. Osakkaan tekemän ehdotuksen puolesta tai hallituksen alkuperäistä esitystä vastaan annettiin keskimäärin 9,64 % kaikista annetuista äänistä mediaanin ollessa vain 1,1 %. Vähimmillään osakkaan ehdotusta kannatti vain ehdotuksen tehnyt osakas itse

minimaalisen pienellä ääniosuudella ja enimmillään osakkaan ehdotuksen kannalla oli peräti 98,9 % annetuista äänistä. Tämä tapaus oli kuitenkin sikäli erityinen, että alkuperäistä hallintoneuvoston ehdotusta jouduttiin muuttamaan osakkaiden painostuksesta jo ennen äänestystilannetta, jossa siten lähes kaikki osakkaat olivat muutetun ja heidän mieleisensä ehdotuksen kannalla. Todellisessa vastakkainasettelutilanteessa osakkaan ehdotuksen voidaankin katsoa enimmillään saaneen 56,3 % kannatuksen. Tämä äänestys koski hallituksen jäsenten lukumäärää, jossa osakkaan vastaehdotus tuli yhtiökokouksen päätökseksi. Ryhmään ”Muut” sisältyy äänestyksiä muun muassa vahingonkorvauskanteen nostamisesta emoyhtiötä vastaan, pöytäkirjantarkastajan valinnasta, kokouksen laillisuudesta, ylimääräisen tilintarkastajan valinnasta ja erityistilintarkastuksen järjestämisestä.

Eniten osakkaat tekivät ehdotuksia luonnollisesti samoista aiheista joista äänestettiin, sillä kuten todettua, osakkaan tekemä hallituksen ehdotuksesta poikkeava ehdotus johtaa usein äänestykseen asiasta. Osakkaan tekemä ehdotus tuli yhtiökokouksen päätökseksi 12 tapauksessa 100:sta ja näistä 5 ilman varsinaista äänestystä hyväksyttyä ehdotusta liittyivät seuraaviin aihealueisiin: hallintoneuvoston lakkauttaminen (valtio kannatti osakkaan ehdotusta), hallituksen puheenjohtajan valinta, Säätiön peruspääoman korottamissumma, ylimääräisen tilintarkastajan asettaminen ja erityisen tarkastuksen toimittaminen.

Ulkomaalaisten, lähinnä hallintarekisteröityjen osakkaiden edustajat esittivät lähes 90 % eriävistä mielipiteistä. Kuten aikaisemmin on todettu, eriävät mielipiteet ovat vastustuksia vaatimatta äänestystä ja niillä halutaan lähinnä suojata omaa asemaa mahdollisissa vastuukysymyksissä sekä tuoda eriävä mielipiteensä esille ja kirjatuksi pöytäkirjaan viemättä kuitenkaan yhtiökokoukseen osallistuvien osakkaiden aikaa niin sanotuilla turhilla äänestytämisisillä. Optiot näyttävät tässäkin suhteessa olevan suomalaisille osakkaille vastustuksen paikka. Omien osakkeiden luovutusvaltuutus liittyy sekin johdon palkitsemiseen, sillä usein kyseinen valtuutus antaa mahdollisuuden omien osakkeiden luovuttamiseen myös osana johdon palkitsemisjärjestelmiä.

Taulukosta 7 voimme nähdä, että ylivoimaisesti eniten puheenvuoroja pidettiin yhtiön operatiiviseen toimintaan ja tilinpäätökseen liittyvistä asioista. Nämä puheenvuorot esitettiin yleensä toimitusjohtajan katsauksen tai tilinpäätöksen vahvistamisen yhteydessä. Useissa tapauksissa pöytäkirjaan on merkitty, että asiasta käytiin keskustelua, eikä yksittäisiä puheenvuoroja ole kirjattu. Tällaisissa tapauksissa olen laskenut merkinnän keskustelusta



yhdeksi puheenvuoroksi. Uskon, että kaikkia osakkaiden käyttämiä puheenvuoroja ei pöytäkirjoihin ole merkitty ja tätä tukevat myös omat kokemukseni kevään neljästä yhtiökokouksesta, joissa siis jokaisessa osakkaat pitivät puheenvuoroja. Tämän kevään yhtiökokouksissa keskustelua herättivät varsinkin yhtiön johdon palkkiot ja optiojärjestelyt, myös tilinpäätöksestä keskusteltiin aktiivisesti ja esitettiin kysymyksiä. Tämän hetken yleisin kysymys liittyy kuitenkin tilintarkastajiin ja erityisesti tilintarkastussuhteen keston. Tuoreiden corporate governance –suositusten mukaisesti tilintarkastusyhteisöä tulisi vaihtaa vähintään seitsemän vuoden välein ja sitä pidempään kestäneet tilintarkastussuhteet ovat huolestuttaneet muutamia osakkaita.

#### **Taulukko 7**

Osakkaiden puheenvuorot vuosina 1999-2004

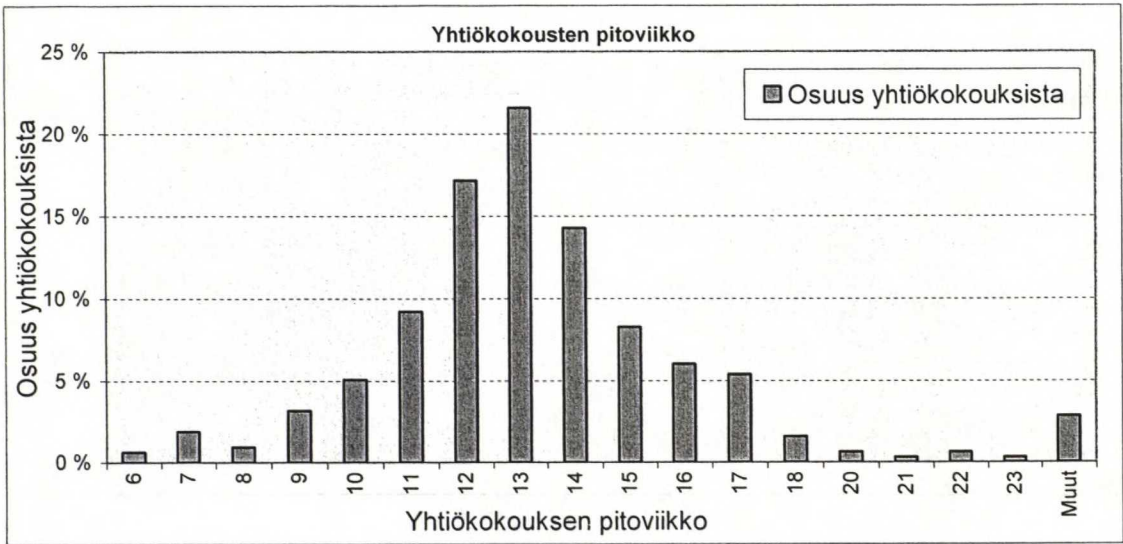
Taulukossa on esitelty kohdeyhtiöiden varsinaisissa yhtiökokouksissa olleiden osakkaiden puheenvuorojen aiheet vuosina 1999-2004.

Puheenvuoron aihe	Puheenvuorojen lkm
Yrityksen toiminta / tilinpäätös	79
Voitonjako	28
Hallitus	26
Palkkiot	15
Optiot	14
Hallintoneuvosto	13
Tilintarkastus	12
Vastuuvapaus	9
Yrityskaupat	9
Osakepääoman korotus	9
Omat osakkeet	7
Kiitokset johdolle	6
Yhtiöjärjestyksen muuttaminen	6
Ympäristö	4
Muuta	19
<b>Yhteensä</b>	<b>256</b>

### **6.6. Yhtiökokouksen ajankohta ja kesto**

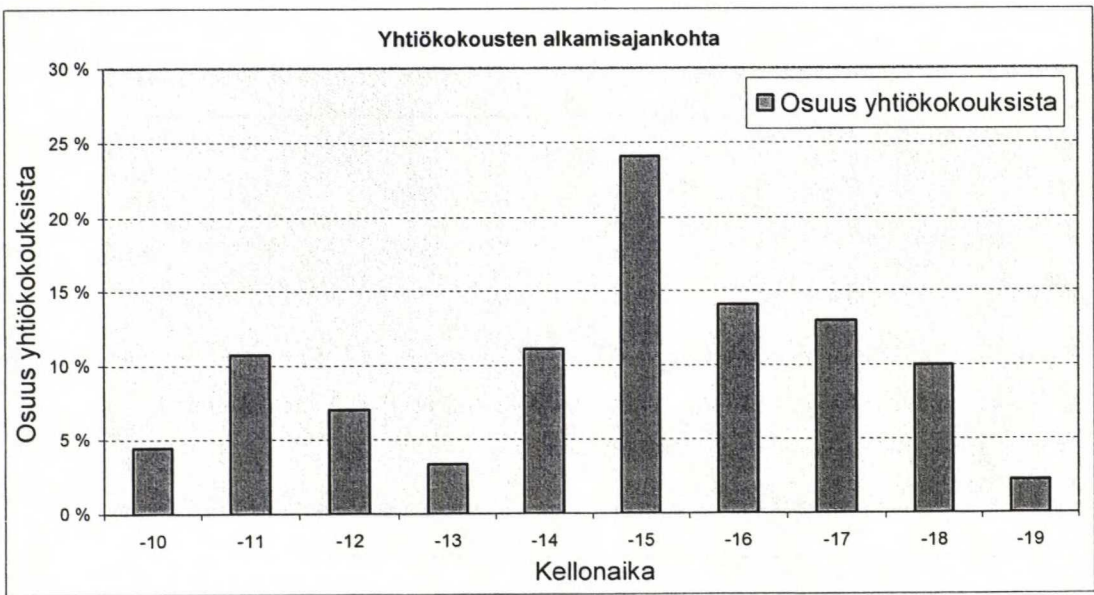
Osakeyhtiölain 9:5.1:n mukaan varsinainen yhtiökokous on pidettävä viimeistään kuuden kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä. Kuviossa 1 esitetään, millä viikolla kohdeyhtiöiden varsinaiset yhtiökokoukset tarkastelujaksolla järjestettiin. Yli puolet yhtiökokouksista pidettiin viikoilla 12, 13 ja 14, jotka ajoittuvat maaliskuun vaihteeseen. Ryhmä ”Muut” kuvastaa niitä kohdeyhtiöitä, joiden tilikausi poikkesi kalenterivuodesta.

**Kuvio 1:** Yhtiökokousten pitoajankohdan jakautuminen viikon mukaan.



Yhtiökokouksen alkamisajankohta oli ilmoitettu 270 yhtiökokouspöytäkirjassa 315:stä. Kuviosta 2 näemme yhtiökokousten alkamisajankohdan jakauman. Alkamisajankohta painottuu selvästi iltapäivän puolelle ja lähes neljännes yhtiökokouksista alkoi kello 14 alkavan tunnin aikana. Voimme nähdä kuviosta myös sen, että lounasaika ei ole suosittu kokouksen aloitushetki. Aikaisin hetki yhtiökokouksen aloitukselle oli kello 9 ja myöhäisin kello 18.10. Yhtiökokoukset kestivät keskimäärin 1 tunnin ja 20 minuuttia minimikeston ollessa 20 minuuttia ja maksimikeston 2 tuntia 55 minuuttia.

**Kuvio 2:** Yhtiökokousten aloitusajankohdan jakautuminen kellonajan mukaan.





Taulukosta 8 näemme, miten kohdeyhtiöiden varsinaiset yhtiökokoukset jakautuivat eri viikonpäiville. Suosituin viikonpäivä yhtiökokouksen järjestämiselle on torstai ja selkeästi vähiten yhtiökokouksia pidettiin maanantaisin.

**Taulukko 8**

Yhtiökokouksen pitoajankohta jaoteltuna viikonpäivän mukaan

Viikonpäivä	Maanantai	Tiistai	Keskiviikko	Torstai	Perjantai	Yhteensä
Lukumäärä	23	61	79	100	52	315
%-osuus	7,3 %	19,4 %	25,1 %	31,7 %	16,5 %	100 %

OYL 9:9.1:n mukaan kutsu yhtiökokoukseen on toimitettava aikaisintaan kaksi kuukautta ja viimeistään viikkoa ennen yhtiökokousta. Tarkastelujaksolla kohdeyhtiöiden yhtiökokouskutsun ja varsinaisen yhtiökokouspäivän välinen aika oli keskimäärin 24 päivää maksimivälin ollessa 57 päivää. Yhdessä yhtiökokouksessa kutsun ja yhtiökokouksen välinen aika oli vain kuusi päivää, jolloin yhtiöjärjestyksen ja osakeyhtiölain mukaisesta kutsumismenettelystä poikettiin kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella.

## 6.7. Yhtiökokouksen pitopaikka, puheenjohtaja ja avaaja

Osakeyhtiölain mukaan yhtiökokous on pidettävä yhtiön kotipaikkakunnalla tai muulla yhtiöjärjestyksessä mainitulla paikkakunnalla. Yli 70 % tarkasteluajanjakson 315 yhtiökokouksesta järjestettiin pääkaupunkiseudulla. Suosituin paikka yhtiökokoukselle oli yhtiön omat toimitilat, joissa pidettiin 31 % yhtiökokouksista. Kaikilla yhtiöillä ei kuitenkaan ole riittävän suuria tai teknisesti sopivia tiloja esimerkiksi pääkonttorinsa yhteydessä, joten lähes 70 % yhtiökokouksista järjestettiin muissa kuin yhtiön omissa tiloissa. Kokouspaikoista kolme suosituinta olivat Finlandia-talo, Messukeskus ja Marina Congress Center, kaikki 7-8 % osuudella.

Taulukosta 9 näemme, että yhtiökokouksen avaajana toimi valtaosassa kokouksista hallituksen puheenjohtaja. Mielenkiintoisena kirjausteknisenä seikkana voidaan huomioda, että yhden yhtiön yhtiökokouspöytäkirjoihin (5 kpl) ei ollut lainkaan merkitty, kuka toimi kokouksen avaajana.

**Taulukko 9**

Yhtiökokouksen avaajana toimineen henkilön asema

Kokouksen avaaja	Yhtiökokouksia	%-osuus
Hallituksen puheenjohtaja	222	71,6 %
Hallintoneuvoston pj.	41	13,2 %
Toimitusjohtaja	27	8,7 %
Hallituksen varapj.	12	3,9 %
Hallintoneuvoston varapj.	6	1,9 %
Hallituksen jäsen	2	0,6 %
<b>Yhteensä</b>	<b>310</b>	<b>100 %</b>

Taulukosta 10 voimme nähdä, kuinka usein kohdeyhtiöt vaihtoivat fyysistä yhtiökokouspaikkaa tai yhtiökokouksen puheenjohtajaa. Tässä tarkasteluajanjakso alkaa luonnollisesti vuodesta 2000, koska se on ensimmäinen vuosi, jolle on olemassa aikaisempi vertailuvuosi ja jolta siten voimme havainnoida mahdollisen muutoksen. Kohdeyhtiöt vaihtoivat yhtiökokouksen puheenjohtajaa melko harvoin, vain noin joka viidennessä kokouksessa. Monissa kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa olikin sama puheenjohtaja koko tarkastelujakson ajan. Ylivoimaisesti suosituin yhtiökokouksen puheenjohtaja oli laamanni Pekka Merilampi, joka toimi puheenjohtajana 56 yhtiökokouksessa, eli lähes 20 % tarkastelujakson yhtiökokouksista. Seuraavaksi työllistetyimpiä olivat laamanni Martti Ikonen ja asianajaja Tomas Lindholm, molemmat 13 yhtiökokouksella.

**Taulukko 10**

Kokouspaikan ja puheenjohtajan vaihto

Taulukossa esitellään kuinka monessa yhtiökokouksessa yhtiöt vaihtoivat kokouspaikkaa tai yhtiökokouksen puheenjohtajaa edellisestä vuodesta.

		Vaihto	Ei vaihtoa	Yhteensä
Kokouspaikan vaihto	lkm	74	185	259
	%	28,6 %	71,4 %	100 %
Puheenjohtajan vaihto	lkm	58	201	259
	%	22,4 %	77,6 %	100 %

## 6.8. Kuvailevia tunnuslukuja ylimääräisistä yhtiökokouksista

Useat tutkimukseen osallistuneet yhtiöt lähettivät minulle ensisijaisesti pyytämieni varsinaisten yhtiökokousten pöytäkirjojen lisäksi tarkasteluajanjaksolla pidettyjen ylimääräisten yhtiökokousten pöytäkirjoja. Kaiken kaikkiaan 36 yhtiötä lähetti 89 ylimääräisen yhtiökokouksen pöytäkirjat vuosilta 1999–2004. Muutamalla yhtiöllä, jotka



eivät lähettäneet ylimääräisen yhtiökokouksen pöytäkirjoja, on tarkasteluajanjaksolla ollut ylimääräisiä yhtiökokouksia, joten seuraavaksi esittelemäni kuvailevat tunnusluvut ovat suuntaa-antavia, mutta eivät täysin kattavia kohdeyhtiöiden ylimääräisten yhtiökokousten osalta.

Taulukossa 11 on esitelty 36 kohdeyhtiön 89 ylimääräisen yhtiökokouksen osakkuuksien, äänten ja osakkeiden läsnäolotiedot sekä tiedot kokouksen kestosta. Kohdeyhtiöiden varsinaisiin yhtiökokouksiin osallistui keskimäärin 292 osakkuutta, joka suhteessa kokonaisosakasmäärään merkitsi noin 3,5 % läsnäoloa. Taulukosta 11 voimme nähdä, että ylimääräisiin yhtiökokouksiin osallistui keskimäärin noin kolmasosa varsinaisiin yhtiökokouksiin osallistuneista osakkuuksista. Äänten ja osakkeiden suhteellinen läsnäolo ylimääräisissä yhtiökokouksissa oli keskimäärin noin 5-6 prosenttiyksikköä alempi kuin varsinaisissa yhtiökokouksissa. Ylimääräisten yhtiökokousten kesto oli keskimäärin noin 35 minuuttia lyhyempi kuin varsinaisten yhtiökokousten. Tämä johtuu lähinnä siitä, että varsinaisissa yhtiökokouksissa on lain mukaan päätettävä tietyistä asioista, kuten tilinpäätöksen vahvistamisesta, vastuuvapauden myöntämisestä ja voitonjaosta. Toinen varsinaisten yhtiökokousten kesto suhteessa ylimääräisten yhtiökokousten keston selvästi pidentävä asia on toimitusjohtajan usein varsin seikkaperäinenkin katsaus, joka saattaa hyvin kestää puolikin tuntia.

#### Taulukko 11

Ylimääräisten yhtiökokousten läsnäolotiedot ja kokouksen kesto

Taulukossa on esitelty osakkuuksien, äänten ja osakkeiden läsnäolo sekä kokouksen kesto kohdeyhtiöiden 89 ylimääräisessä yhtiökokouksessa vuosina 1999-2004. Läsnäololuvut on laskettu kohdeyhtiöiden kokonaisääni- ja osakemääristä, eikä läsnäolooikeutetuista määristä.

	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Mediaani
Läsnäolo				
Osakkuuksia, kpl	4	1267	88	39
Osakkuuksia, %	0,10 %	7,15 %	1,16 %	0,90 %
Ääniä, %	6,57 %	95,32 %	50,16 %	49,30 %
Osakkeita, %	6,57 %	95,32 %	44,26 %	43,35 %
Kokouksen kesto	0:08	2:55	0:46	0:40

Taulukossa 12 on esitelty 36 kohdeyhtiön 89 ylimääräisen yhtiökokouksen päätökset vuosina 1999-2004. Keskimäärin ylimääräisissä yhtiökokouksissa tehtiin hieman yli kuusi päätöstä kokousta kohden. Näinkin suuri lukumäärä johtuu siitä, että ylimääräisessäkin

yhtiökokouksessa on valittava kokoukselle puheenjohtaja ja pöytäkirjantarkastaja sekä todettava kokous laillisesti koollekutsutuksi ja päätösvaltaiseksi. Voidaan kuitenkin todeta, että monessa tapauksessa ylimääräinen yhtiökokous kutsuttiin koolle vain yhden tai kahden päätettävän asian, kuten lisäosingon, yhtiöjärjestyksen muutoksen tai osakeannin, takia. Ryhmään ”Muuta” kuuluu muun muassa yksi tilinpäätöksen vahvistamispäätös, joka osakkaiden aloitteesta siirrettiin varsinaiselta yhtiökokoukselta ylimääräiselle yhtiökokoukselle. Taulukon 12 ulkopuolelta voidaan mainita se mielenkiintoinen seikka, että yhdessä ylimääräisessä yhtiökokouksessa ei voitu tehdä päätöstä omien osakkeiden hankinta- ja luovutusvaltuudesta, koska yhtiökokouskutsua ei lain vaatimalla tavalla lähetetty kirjallisesti kaikille osakkaille.

#### Taulukko 12

Ylimääräisten yhtiökokousten päätökset vuosilta 1999-2004

Taulukossa on esitelty kohdeyhtiöiden 89 ylimääräisen yhtiökokouksen päätökset vuosilta 1999-2004.

Päätöksen aihe	Päätösten lkm
Kokouksen puheenjohtajan valinta	89
Pöytäkirjantarkastajien valinta	89
Kokouksen laillisuuden toteaminen	89
Erillisten ääntenlaskijoiden valinta	27
Yhtiöjärjestyksen muutos	39
Hallituksen jäsenten valinta	19
Hallituksen jäsenten lukumäärä	15
Hallituksen jäsenten palkkiot	2
Hallituksen puheenjohtajan valinta	2
Tilintarkastajien lukumäärä	2
Tilintarkastajien valinta	2
Lisäosinko	16
Valtuutus hankkia omia osakkeita	11
Valtuutus luovuttaa omia osakkeita	10
Osakepääoman alentaminen (osakkeiden mitätöinti)	7
Valtuutus osakepääoman korottamiseksi	21
Optioiden myöntäminen avainhenkilöille	22
Sulautuminen	7
Rahastoanti	11
Uusmerkintä	27
Splitti	3
Osakepääoman korottaminen vaihtovelkakirjalainalla	7
Pääomalainan ottaminen	2
Osakepääoman muuttaminen euromääräiseksi	3
Osakkeen nimellisarvon poistaminen	3
Yhteistilillä olevien osakkeiden myynti	2
Kokouksen keskeyttäminen	2
Muuta	27
<b>Yhteensä</b>	<b>556</b>



Taulukossa 13 on esitelty 36 kohdeyhtiön 89 ylimääräisessä yhtiökokouksessa olleiden yhtiökokoustapahtumien lukumäärät ja aiheet. Yleisesti voidaan todeta, että ylimääräisissä yhtiökokouksissa on keskimäärin selvästi vähemmän äänestystyksiä sekä osakkaiden ehdotuksia, puheenvuoroja ja vastustuksia kuin varsinaisissa yhtiökokouksissa. Osakkaiden 11 ehdotuksesta kolme hyväksyttiin suoraan ilman äänestystä. Niistä kaksi koski pöytäkirjantarkastajan valintaa ja yksi kokouksen käsittelyjärjestyksen muutosta. Kaikki kahdeksan äänestystä päätyivät hallituksen ehdotuksen voittoon.

### Taulukko 13

Ylimääräisten yhtiökokousten yhtiökokoustapahtumien aiheet

Taulukossa on esitelty kohdeyhtiöiden 89 ylimääräisen yhtiökokouksen yhtiökokoustapahtumien aiheet vuosilta 1999-2004.

Yhtiökokoustapahtuman aihe	Ehdotusten lkm	Äänestysten lkm	Puheenvuorojen lkm	Vastustusten lkm		
				Ulkom.	Suom.	Yhteensä
Lisäosinko	3	3	4	0	1	1
Optiot	1	1	2	1	1	2
Yrityskaupat	0	0	6	0	0	0
Yhtiöjärjestyksen muutos	1	1	0	1	0	1
Pöytäkirjan tarkastajan valinta	2	0	0	0	0	0
Sulautuminen	1	1	4	0	0	0
Osakepääoman korotus	1	1	5	1	1	2
Yhtiön strategia	1	1	1	0	0	0
Muutos käsittelyjärjestykseen	1	0	0	0	0	0
Kokouksen laillisuus	0	0	0	0	1	1
Osakepääoman alentaminen	0	0	1	1	0	1
Omien osakkeiden hankinta	0	0	0	1	1	2
Omien osakkeiden luovutus	0	0	0	1	0	1
Osakkeiden myynti yhteiseltä ao-tililtä	0	0	1	1	1	2
Yhtiökokouksen ajankohta	0	0	1	0	0	0
Hallituksen jäsenten lukumäärä	0	0	1	0	0	0
Hallituksen jäsenten valinta	0	0	1	0	0	0
Toimitusjohtajan katsaus	0	0	4	0	0	0
Tilinpäätöksen vahvistaminen	0	0	1	0	0	0
Yhteensä	11	8	32	7	6	13

## 7. HYPOTEESEIT

Tässä kappaleessa rakennan testihypoteesit, jotka tutkivat osakkuuksien ja äänten suhteellista läsnäoloa yhtiökokouksissa, osakkaan tekemien ehdotusten saamia puoltoääniä suhteessa kaikkiin annettuihin ääniin sekä äänestysten, osakkaiden ehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten todennäköisyyttä yhtiökokouksissa.

### 7.1. Osakkuuksien ja äänten suhteelliseen läsnäoloon liittyvät hypoteesit

Aikaisemmissa yhtiökokoustutkimuksissa ei ole juurikaan tutkittu sitä, mikä saa osakkaat osallistumaan yhtiökokoukseen. Tästä syystä joudun rakentamaan hypoteesit lähinnä loogisen päättelyn avulla.

Yhtiön kokoa mittaavien tunnuslukujen kasvaessa osakkuuksien suhteellinen läsnäolo yhtiökokouksessa laskee, koska tällöin laajasti omistetuilla yhtiöillä kokouksen tilarajoitukset tulevat vastaan. Yhtiön kokoa kuvaavana muuttujana käytän luonnollista logaritmia yhtiön kokonaisosakasmäärästä, koska se ei ole yhtä vahvasti toimialasidonnainen kuin yhtiön liikevaihto tai taseen loppusumma.

Koska ulkomaalaiset osakkaat eivät osallistu aktiivisesti yhtiökokouksiin, yhtiön suuri ulkomaalais- tai hallintarekisteriomistus alentaa varsinkin äänten läsnäoloa yhtiökokouksessa. Pysyminen hallintarekisterissä on jo sinänsä selkeä merkki siitä, ettei kyseinen osakas ole halukas osallistumaan päätöksentekoon yhtiökokouksessa. Herfindahl-indeksillä mitattu yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyys lisää äänten läsnäoloa yhtiökokouksessa, mutta toisaalta vähentää osakkuuksien läsnäoloa, koska yksityissijoittajat eivät ehkä usko omiin vaikutusmahdollisuuksiinsa yhtiökokouksessa, eivätkä siten viitsi siihen osallistua.

Yhtiön historiallisen taloudellisen kehityksen vaikutuksen suunta on epäselvä. Yhtäältä, taloudellisesti hyvin sujuneiden vuosien jälkeen osakkaat osallistuvat yhtiökokoukseen juhliakseen menestystä muiden osakkaiden ja yhtiön johdon kanssa, mutta toisaalta, pitkään kestänyt tappioiden sarja saattaa rohkaista montaa osakasta esittämään kysymyksiä ja pistämään yhtiön johtoa tiukoille – jopa vaihtamaan sitä – yhtiökokouksessa.



H1: Osakkuuksien suhteellisen läsnäolon kasvuun vaikuttavat

- yhtiön pienempi koko
- yhtiön pienempi ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus
- yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus

H2: Äänten suhteellisen läsnäolon kasvuun vaikuttavat

- yhtiön pienempi ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus
- yhtiön ääniomistuksen suurempi keskittyneisyys

## 7.2. Osakkaan ehdotuksen saamaan kannatukseen liittyvät hypoteesit

Gordon ja Pound (1993) osoittavat, että osakkaiden tekemät ehdotukset saavat suuremman kannatuksen yhtiökokouksessa kun yhtiön pitkän aikavälin osakekurssin kehitys on ollut huono. Käytän tässä taloudellisen menestyksen mittarina osakekurssin sijaan yhtiön tilinpäätöstunnuslukuja. Tämän lisäksi oletan, että osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo sekä yhtiön ääniomistuksen hajaantuneisuuden kasvu lisäävät osakkaan ehdotuksen saamaa kannatusta. Lisäksi oletan, että suurempi hallintarekisteriomistus vähentää osakkaan ehdotuksen saamaa kannatusta kahdesta syystä: ensinnäkin, jos hallintarekisteröidyt osakkaat eivät osallistu yhtiökokoukseen he eivät ainakaan anna ääntänsä osakkaan ehdotuksen puolesta, ja toiseksi, jos hallintarekisteröity osakas rekisteröityy yhtiökokouksen ajaksi ja osallistuu kokoukseen, turvataksaan omat oikeutensa hän tuskin kannattaa osakkaan tekemää, usein yleisestä käytännöstä poikkeavaa ja joskus radikaaliakin ehdotusta.

Äänten suhteellisen läsnäolon vaikutuksen suunta on epäselvä. Yhtäältä, edellä hypoteesissa H2 oletan, että äänten suhteellisen läsnäolon kasvuun vaikuttaa yhtiön ääniomistuksen suurempi keskittyneisyys, jonka puolestaan oletan vähentävän osakkaan ehdotuksen saamaa suhteellista kannatusta. Siten voisi edelleen olettaa, että äänten suuri suhteellinen läsnäolo vähentää osakkaan ehdotuksen saamaa kannatusta, koska suuret osakkaat ovat yleensä hallituksen ehdotuksen kannalla ja pienemmät osakkaat eivät ehkä koe omaavansa todellisia vaikutusmahdollisuuksia. Toisaalta, äänten suhteellinen läsnäolo on suurinta suoraan kotimaisesti omistetuissa yhtiöissä eli siis ei-ulkomaalais- tai hallintarekisteriomisteisissa yhtiöissä, koska – kuten todettua – ulkomaalaiset ja hallintarekisteröidyt osakkaat eivät juuri osallistu yhtiökokouksiin. Koska edellä kuvatuin perusteluin oletan, että pieni

hallintarekisteriomistus lisää osakkaan ehdotuksen saamaa kannatusta, tästä johtuen voisi perustellusti olettaa, että myös suuri äänten suhteellinen läsnäolo lisää osakkaan ehdotuksen saamaa kannatusta.

H3: Osakkaan tekemän ehdotuksen saamien puoltoäänten suhteellisen osuuden kasvuun vaikuttavat

- yhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys
- osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo
- yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus
- yhtiön pienempi ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus

### 7.3. Yhtiökokoustapahtumiin liittyvät hypoteesit

Aikaisemmat yhtiökokoustutkimukset ovat keskittyneet äänestystulosten ohella lähinnä osakkaan tekemän ehdotuksen todennäköisyyden analysointiin. Sovellan tämän tutkimuksen hypoteesien rakentamisessa aikaisempia tutkimustuloksia osakkaan ehdotuksen todennäköisyyden osalta myös muihin yhtiökokoustapahtumiin, eli äänestyksiin sekä osakkaan puheenvuoroihin ja vastustuksiin.

John ja Klein (1995) havaitsivat, että todennäköisyys osakkaan tekemälle ehdotukselle yhtiökokouksessa kasvaa yhtiön koon kasvaessa, ja jos yhtiö on tehnyt huonoa tulosta. Karpoff, Malatesta ja Walkling (1996) saivat omassa tutkimuksessaan samansuuntaisia tuloksia. Oletan kokonaisosakasmäärällä mitatun yhtiön suuremman koon lisäävän kaikkien yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä. Todennäköisyyttä lisää myös yhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys, paitsi puheenvuorojen kohdalla. Osakkaiden puheenvuorojen osalta yhtiön taloudellisen menestyksen vaikutuksen suunta on epäselvä, koska puheenvuorot eivät luonteeltaan ole yksipuolisesti negatiivissävytteisiä, kuten osakkaiden vastustukset, ehdotukset ja niistä seuraavat äänestykset pääsääntöisesti ovat. Osakkaiden puheenvuorot voivat esimerkiksi olla yhtiön johtoa kiitteleviä lausuntoja tai hyvinkin kriittisiä ja johdon kannalta kiusallisia kysymyksiä. Osakkuuksien suhteellisen läsnäolon kasvu oletettavasti lisää yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä, koska mitä useampi osakas on läsnä yhtiökokouksessa, sitä todennäköisempää on, että joku heistä käyttää lain suomia oikeuksiaan itse kokouspaikalla. Samansuuntainen vaikutus lienee myös yhtiön



ääniomistuksen hajaantuneisuudella. Vastustusten todennäköisyyden kasvuun vaikuttaa oletettavasti merkittävästi yhtiön suuri ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus.

H4: Äänestysten todennäköisyyttä yhtiökokouksessa lisäävät

- yhtiön suurempi koko
- yhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys
- yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus
- osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo

H5: Osakkaiden ehdotusten todennäköisyyttä yhtiökokouksessa lisäävät

- yhtiön suurempi koko
- yhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys
- yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus
- osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo

H6: Osakkaiden puheenvuorojen todennäköisyyttä yhtiökokouksessa lisäävät

- yhtiön suurempi koko
- yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus
- osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo

H7: Osakkaiden vastustuksien todennäköisyyttä yhtiökokouksessa lisäävät

- yhtiön suurempi koko
- yhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys
- yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus
- osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo
- yhtiön suurempi ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus

#### 7.4. Yhteenveto hypoteeseista

Taulukkoon 14 on kerätty kaikki regressioissa käyttämäni selittävät muuttujat ja niiden hypoteesien mukaiset vaikutukset selitettävään muuttujaan. Plus-merkki taulukossa kertoo, että kyseinen selittävä muuttuja kasvattaa selitettävää muuttujaa tai sen todennäköisyyttä. Miinus-merkki kertoo, että kyseinen selittävä muuttuja pienentää selitettävää muuttujaa tai

sen todennäköisyyttä. Taulukossa ”+/-”-merkki kertoo, että selittävän muuttujan vaikutuksen suunta selitettävään muuttujaan on epäselvä ja sekä positiivinen että negatiivinen vaikutus on perusteltavissa. Kysymysmerkki taulukossa tarkoittaa, että selittävän muuttujan vaikutuksesta selitettävään muuttujaan ei ole tehty oletusta hypoteesissa. Tyhjä kohta taulukossa tarkoittaa, että kyseinen selittävä muuttuja ei ole mukana regressiomallissa.

Taulukko 14

Selittävien muuttujien hypoteesien mukaiset odotetut vaikutussuunnat

Taulukossa on esitelty selittävien muuttujien hypoteesien mukaiset odotetut vaikutussuunnat selitettäviin muuttujiin. Miinusmerkki kertoo selittävän muuttujan odotetun vaikutussuunnan olevan negatiivinen selitettävään muuttujaan, plusmerkki kertoo odotetun vaikutussuunnan olevan positiivinen, ”+/-”-merkki kertoo vaikutussuunnan olevan epäselvä ja sekä positiivisen että negatiivisen vaikutussuunnan olevan perusteltavissa, ja kysymysmerkki kertoo, ettei vaikutussuunnasta ole tehty oletusta.

Selitettävä muuttuja	H1: osakkuuksien suht. läsnäolo	H2: äänten suht. läsnäolo	H3: osakkaan ehdotuksen puoltoäänet	H4: äänestysten todennäk.	H5: ehdotusten todennäk.	H6: puheenvuorojen todennäk.	H7: vastustusten todennäk.
Selittävä muuttuja							
Yhtiön suurempi koko	-	?	?	+	+	+	+
Ääniomistuksen suurempi keskittyneisyys	-	+	-	-	-	-	-
Suurempi ulkomaalais- omistus	-	-	-	?	?	?	+
Suurempi hallintarekisteri- omistus	-	-	-	?	?	?	+
Osakkuuksien suurempi suht. läsnäolo			+	+	+	+	+
Äänten suurempi suht. läsnäolo			+/-	?	?	?	?
Korkeampi oman pääoman tuottoprosentti	+/-	?	-	-	-	+/-	-
Korkeampi omavaraisuusaste	+/-	?	-	-	-	+/-	-
Suurempi liikevaihdon kasvuprosentti	+/-	?	-	-	-	+/-	-



## 8. KORRELAATIOMATRIISI JA KESKIARVOTESTIT

### 8.1. Selittävien muuttujien korrelaatiomatriisi

Taulukossa 15 on esitelty regressiomallien selittävien muuttujien väliset Pearsonin korrelaatiokertoimet ja niiden alapuolella havaintojen lukumäärät. Kolme tähte (\*\*\*) tarkoittaa korrelaatiokertoimen olevan tilastollisesti merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähte (\*\*) 5 % tasolla ja yksi tähti (\*) 10 % tasolla.

Äänten suhteellinen läsnäolo ja yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyyttä mittaava Herfindahl-indeksi ovat varsin vahvasti (0,64) positiivisesti korreloituneita. Tämä on odotettua, sillä hypoteesissa 2 oletan yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyyden lisäävän äänten suhteellista läsnäoloa yhtiökokouksessa, koska yhtiön suuret osakkaat pääsääntöisesti aina osallistuvat yhtiökokoukseen. Toisaalta, äänten suhteellinen läsnäolo ja yhtiön hallintarekisteriomistus ovat varsin vahvasti (-0,63) negatiivisesti korreloituneita. Vahva negatiivinen riippuvuus on odotettua, sillä niin ikään hypoteesissa 2 oletan yhtiön suuren hallintarekisteriomistuksen vähentävän kokonaisäänimäärään suhteutettua äänten läsnäoloa, koska hallintarekisteröidyt osakkaat eivät pääsääntöisesti osallistu yhtiökokouksiin.

Regressiomalleissa niin selittävänä kuin selitettävänäkin muuttujana käyttämälleni osakkuuksien suhteelliselle läsnäololle olen tehnyt niin sanotun logaritmisen muunnoksen, koska osakkuuksien läsnäoloprosentti on rajoitettu nollan ja yhden välille ja sen jakauma on vahvasti vasemmalle vino (havaintoarvot ovat lähellä nollaa). Tätä ovat käyttäneet tutkimuksessaan muun muassa Lakhali (2003) sekä Bethel ja Gillan (2002). Osakkuuksien suhteellisen läsnäolon kohdalla muunnos tapahtuu seuraavasti:  $\log \left( \frac{\text{osakkuudet\%}}{(100 - \text{osakkuudet\%})} \right)$ . Regressioanalyysin yhteydessä teen logaritmisen muunnoksen vertailun vuoksi myös selitettävänä muuttujana toimivalle äänten suhteelliselle läsnäololle. Osakkuuksien suhteellisen läsnäolon logaritminen muunnos ja kokonaisosakasmäärän luonnollinen logaritmi ovat melko vahvasti (-0,42) negatiivisesti korreloituneita. Edellä hypoteesissa 1 oletan, että yhtiön suuri kokonaisosakasmäärä vähentää osakkuuksien suhteellista läsnäoloa yhtiökokouksessa, koska suurten lukumääraisten osallistujamäärien ollessa kyseessä yhtiökokouspaikan tilat toimivat usein osallistumista rajoittavana tekijänä.

Taulukko 15

Korrelaatiomatriisi selittävistä muuttujista

Taulukossa on esitelty regressiomalleissa käytettyjen selittävien muuttujien väliset Pearsonin korrelaatiokertoimet. Korrelaatiokertointen alapuolelle on merkitty havaintojen lukumäärä. Kolme tähteä (\*\*\*) tarkoittaa korrelaation olevan tilastollisesti merkitävää 1 % tasolla, kaksi tähteä (\*\*) 5 % tasolla ja yksi tähti (\*) 10 % tasolla.

	Herfindahl- indeksi	Suora ulkomaalaisomistus (%) äänistä	Hallintarekisteri- omistus (%) äänistä	Läsnäolo (%) osakkuuksista, log muunnos	Läsnäolo (%) äänistä	Ln osakas- lukumäärä	Oman pääoman tuotto (%), viimeisin vuosi	Liikevaihdon muutos (%), viimeisin vuosi	Omavaraisuus- aste (%), viimeisin vuosi
Herfindahl-indeksi	1,00 280								
Suora ulkomaalaisomistus (%) äänistä	-0,10* 266	1,00 284							
Hallintarekisteriomistus (%) äänistä	-0,30*** 269	-0,01 279	1,00 290						
Läsnäolo (%) osakkuuksista, log muunnos	-0,30*** 269	-0,09 264	-0,09 266	1,00 284					
Läsnäolo (%) äänistä	0,64*** 272	-0,14** 276	-0,63*** 281	0,06 278	1,00 302				
Ln osakaslukumäärä	0,07 279	-0,15** 274	0,26*** 276	-0,42*** 284	-0,18*** 286	1,00 294			
Oman pääoman tuotto (%), viimeisin vuosi	-0,09 278	-0,13** 282	0,14** 285	0,15** 281	-0,01 298	-0,04 291	1,00 310		
Liikevaihdon muutos (%), viimeisin vuosi	0,00 279	0,15** 283	-0,04 285	-0,10 283	-0,04 298	-0,03 292	-0,02 308	1,00 310	
Omavaraisuusaste (%), viimeisin vuosi	-0,10* 274	-0,16*** 278	-0,17*** 281	0,09 277	0,01 294	-0,11* 287	0,27*** 304	0,01 304	1,00 306



## 8.2. Keskiarvo- ja mediaanitestit

Jaoin kohdeyhtiöiden yhtiökokoukset kahteen ryhmään sen perusteella, oliko yhtiökokouksissa kunakin vuonna äänestyksiä, osakkaiden ehdotuksia, puheenvuoroja tai vastustuksia. Tämän jälkeen laskin taloudellisten tunnuslukujen, osallistumisaktiivisuutta mittaavien tunnuslukujen ja omistusrakennetta kuvaavien tunnuslukujen keskiarvot molempien ryhmien sisällä ja tarkastelin kaksisuuntaisen t-testin ja Mann-Whitneyn mediaanitestin avulla, eroavatko keskiarvot tilastollisesti merkitsevästi toisistaan näiden kahden ryhmän välillä. Seuraavaksi esittelen keskiarvo- ja mediaanitestien tulokset taulukoissa, joissa t-testin t-arvon ja mediaanitestin z-arvon yhteydessä kolme tähteä (\*\*\*) tarkoittaa eron olevan merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (\*\*) 5 % tasolla ja yksi tähti (\*) 10 % tasolla.

Taulukossa 16 on esitelty tunnuslukujen keskiarvot jaoteltuna kahteen yhtiöryhmään sen perusteella, oliko yhtiökokouksissa äänestyksiä tai osakkaiden ehdotuksia. Yhtiön kokoa kuvaavien tunnuslukujen keskiarvot ovat merkitsevästi suurempia niiden kohdeyhtiöiden yhtiökokousten ryhmässä, jossa oli äänestyksiä tai osakkaiden ehdotuksia. Hypoteeseissa 4 ja 5 oletan, että yhtiön suuri koko lisää äänestysten ja osakkaiden ehdotusten todennäköisyyttä, koska suurien yhtiöiden yhtiökokouksiin osallistuu oletettavasti lukumääräisesti enemmän osakkuuksia kuin pienien yhtiöiden yhtiökokouksiin.

Keskimääräinen oman pääoman tuotto on t-testin perusteella merkitsevästi pienempi ryhmässä, jossa oli äänestyksiä tai osakkaiden ehdotuksia. Mediaanitestin tulosten perusteella tämä ero ei ole tilastollisesti merkitsevä. Mahdollinen keskiarvojen ero tukee kuitenkin oletusta, että yhtiön huono taloudellinen menestys lisää äänestysten ja osakkaiden ehdotusten todennäköisyyttä yhtiökokouksessa. Yhtiön hallintarekisteriomistus on keskimäärin tilastollisesti merkitsevästi suurempaa varsinkin niiden yhtiöiden ryhmässä, joissa oli osakkaiden ehdotuksia. Äänten suhteellinen läsnäolo on keskimäärin pienempää niiden yhtiöiden ryhmässä, joiden yhtiökokouksissa oli äänestyksiä tai osakkaiden ehdotuksia. Hypoteeseissa ei tehty oletusta yhtiön hallintarekisteriomistuksen tai äänten suhteellisen läsnäolon vaikutussuunnasta äänestysten ja osakkaiden ehdotusten todennäköisyyteen.

Taulukko 16

Keskiarvo- ja mediaanitestit, äänestykset ja osakkaiden ehdotukset

Taulukossa on esitelty kohdeyhtiöiden taloudellisten tunnuslukujen sekä omistusrakennetta ja osakkuuksien ja äänten läsnäoloa kuvaavien lukujen keskiarvot sekä niiden tilastollinen merkittävyys. Kohdeyhtiöt ja niiden yhtikokoukset on jaettu kahteen ryhmään sen perusteella, oliko yhtikokouksissa äänestyksiä tai ehdotuksia. Keskiarvotesti on kaksisuuntainen t-testi, jonka t-arvo on merkitty sarakkeeseen "t-testi". Mediaanitesti on Mann-Whitneyn U-testi, jonka z-arvo on merkitty sarakkeeseen "Mann-Whitney". Kolme tähteä (\*\*\*) tarkoittaa keskiarvojen eron olevan tilastollisesti merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (\*\*) 5 % tasolla ja yksi tähti (\*) 10 % tasolla.

	Onko äänestyksiä, ei=0 on=1				Onko ehdotuksia, ei=0 on=1			
	N	Keskiarvo	t-testi	Mann-Whitney	N	Keskiarvo	t-testi	Mann-Whitney
Herfindahl-indeksi	0 1	232 48	0,13 0,14	-0,59	0 1	228 52	0,13 0,15	-1,19 -0,43
Suora ulkomaalaisomistus (%) äänistä	0 1	230 54	3,81 4,01	-0,16	0 1	228 56	4,02 3,14	0,71 -0,38
Hallintarekisteriomistus (%) äänistä	0 1	240 50	13,46 18,11	-1,53	0 1	237 53	13,00 19,93	-2,34** -2,73***
Läsnäolo (%) osakkuuksista	0 1	235 49	3,38 3,92	-0,67	0 1	233 51	3,50 3,35	0,18 -0,51
Läsnäolo (%) äänistä	0 1	247 55	57,34 51,82	1,86*	0 1	245 57	57,64 50,72	2,37** -2,15**
Kokonaisosakasmäärä	0 1	241 53	12392 23434	-3,66***	0 1	239 55	11450 27128	-5,40*** -5,23***
Liikevaihto M€, viimeisin vuosi	0 1	257 55	1617 4065	-3,85***	0 1	255 57	1428 4825	-5,55*** -4,80***
Taseen loppusumma M€, viimeisin vuosi	0 1	230 50	1777 4179	-3,34***	0 1	228 52	1583 4941	-4,85*** -4,49***
Oman pääoman tuotto (%), viimeisin vuosi	0 1	255 55	8,00 -4,44	2,30**	0 1	253 57	7,85 -3,33	2,09** -1,43
Liikevaihdon muutos (%), viimeisin vuosi	0 1	256 54	18,36 10,95	1,01	0 1	254 56	18,48 10,65	1,08 -1,02
Omanvaraisuusaste (%), viimeisin vuosi	0 1	251 55	49,17 47,39	0,53	0 1	249 57	49,31 46,82	0,76 -1,09



Taulukossa 17 on esitelty tunnuslukujen keskiarvot jaoteltuna kahteen yhtiöryhmään sen perusteella, oliko yhtiökokouksissa osakkaiden puheenvuoroja tai vastustuksia. Samoin kuten edellä äänestysten ja osakkaiden ehdotusten yhteydessä, yhtiön kokoa kuvaavat tunnusluvut ovat keskimäärin selvästi suurempia niiden yhtiöiden ryhmässä, joiden yhtiökokouksissa oli osakkaiden puheenvuoroja tai vastustuksia. Puheenvuorojen osalta muiden tunnuslukujen yhtiöryhmien keskiarvot eivät eroa tilastollisesti merkitsevästi toisistaan.

Hypoteesin 7 oletusta tukien, liikevaihdon kasvuprosentti on keskimäärin pienempi niiden yhtiöiden ryhmässä, joiden yhtiökokouksissa osakkaat esittivät eriäviä mielipiteitä. Muiden taloudellisten tunnuslukujen ryhmäkeskiarvot eivät eroa tilastollisesti merkitsevästi toisistaan. Äänten ja osakkuuksien suhteellinen läsnäolo on keskimäärin merkitsevästi pienempää niiden yhtiöiden ryhmässä, joiden yhtiökokouksissa oli osakkaiden vastustuksia. Äänten suhteellisen läsnäolon vaikutussuunnasta osakkaiden vastustusten todennäköisyyteen ei tehty oletusta hypoteeseissa. Osakkuuksien suhteellisen läsnäolon kasvun oletin lisäävän osakkaiden vastustusten todennäköisyyttä, joten tässä hypoteesin 7 oletus ja keskiarvotestin tulos ovat hienoisessa ristiriidassa.

Yhtiön hallintarekisteriomistus on erittäin selvästi suurempaa niissä yhtiöissä, joiden yhtiökokouksissa osakkaat esittivät vastustuksia. Kuten edellä kappaleessa 6.5.2. vastustusten käsittelyn yhteydessä on todettu, valtaosan yhtiökokouksissa tehdyistä vastustuksista esittävät hallintarekisteröityjen ulkomaalaisten osakkaiden edustajat. Alempaa äänten läsnäoloprosenttia vastustusten ryhmässä voidaan selittää myös sillä, että laajasti hallintarekisteriomisteisessa yhtiössä äänten läsnäoloprosentti on yleisestikin alhaisempi, koska ulkomaalaiset eivät kovin aktiivisesti osallistu yhtiökokouksiin (mm. Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Yhtiön suora ulkomaalaisomistus näyttäisi t-testin tulosten perusteella olevan pienempää niissä yhtiöissä, joiden yhtiökokouksissa oli osakkaiden vastustuksia. Ei-parametrisen mediaanitestin tulosten perusteella ero ei ole tilastollisesti merkitsevä. Koska suoran ulkomaalaisomistuksen jakauma on vahvasti vasemmalle vino, normaalijakaumaoletukseen nojautuvan t-testin tulosta ei voida pitää tässä yhteydessä kovin luotettavana.

Taulukko 17

Keskiarvo- ja mediaanitestit, osakkaiden puheenvuorot ja vastustukset

Taulukossa on esitelty kohdeyhtiöiden taloudellisten tunnuslukujen sekä omistusrakennetta ja äänten läsnäolo kuvaavien lukujen keskiarvot sekä niiden tilastollinen merkitsevyys. Kohdeyhtiöt ja niiden yhtiökoukukset on jaettu kahteen ryhmään sen perusteella, oliko yhtiökouksissa osakkaiden puheenvuoroja tai vastustuksia. Keskiarvotesti on kaksisuuntainen t-testi, jonka t-arvo on merkitty sarakkeeseen "t-testi". Mediaanitesti on Mann-Whitneyn U-testi, jonka z-arvo on merkitty sarakkeeseen "Mann-Whitney". Kolme tähteä (\*\*\*) tarkoittaa keskiarvojen eron olevan tilastollisesti merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (\*\*) 5 % tasolla ja yksi tähti (\*) 10 % tasolla.

	Onko puheenvuoroja, ei=0 on=1				Onko vastustuksia, ei=0 on=1			
	N	Keskiarvo	t-testi	Mann-Whitney	N	Keskiarvo	t-testi	Mann-Whitney
Herfindahl-indeksi	0 186	0,13	0,11	-1,26	0 227	0,13	-0,04	-1,64
	1 94	0,13			1 53	0,13		
Suora ulkomaalaisomistus (%) äänistä	0 186	4,36	1,43	-0,63	0 235	4,38	2,37**	-0,39
	1 98	2,88			1 49	1,30		
Hallintarekisteriomistus (%) äänistä	0 189	13,01	-1,50	-1,44	0 241	10,31	-8,49***	-6,82***
	1 101	16,62			1 49	33,72		
Läsnäolo (%) osakkuuksista	0 192	3,39	-0,39	-0,01	0 233	3,77	2,05**	-2,57**
	1 92	3,64			1 51	2,13		
Läsnäolo (%) äänistä	0 198	57,62	1,54	-1,07	0 248	58,38	3,89***	-3,31***
	1 104	53,89			1 54	46,93		
Kokonaisosakasmäärä	0 197	11118	-4,03***	-4,23***	0 240	9133	-11,12***	-8,22***
	1 97	21013			1 54	37716		
Liikevaihto M€, viimeisin vuosi	0 208	1212	-4,96***	-4,47***	0 258	973	-11,26***	-8,43***
	1 104	3722			1 54	7188		
Taseen loppusumma M€, viimeisin vuosi	0 186	1392	-4,21***	-4,35***	0 231	973	-11,63***	-8,61***
	1 94	3817			1 49	8019		
Oman pääoman tuotto (%), viimeisin vuosi	0 207	5,99	0,13	-0,68	0 256	4,98	-0,85	-0,18
	1 103	5,41			1 54	9,64		
Liikevaihdon muutos (%), viimeisin vuosi	0 206	16,93	-0,07	-1,19	0 257	19,41	1,86*	-2,59***
	1 104	17,33			1 53	5,73		
Omavaraisuusaste (%), viimeisin vuosi	0 202	49,89	1,13	-0,50	0 252	49,68	1,40	-1,92*
	1 104	46,83			1 54	44,97		



## 9. REGRESSIOIDEN TULOKSET

Osakkuuksien ja äänten suhteellisen läsnäolon sekä osakkaan tekemän ehdotuksen saamien puoltoäänen mallintamisessa käytän lineaarista regressiota. Koska äänestykset sekä osakkaiden ehdotukset, puheenvuorot ja vastustukset ovat niin sanottuja 0-1 – muuttujia (onko yhtiökokouksessa kyseinen tapahtuma vai ei), niin käytän tapahtuman todennäköisyyden ennustamisessa logistista regressiota.

Yhtiön kokoa kuvaavana muuttujana käytän luonnollista logaritmia liikevaihdosta, koska se ei ole niin toimialariippuvainen kuin yhtiön liikevaihto tai taseen loppusumma. Taloudellisten tunnuslukujen osalta käytän selittävinä muuttujina yhtiökokousvuotta edeltävän vuoden tunnuslukuja, jotta käytössä olisi mahdollisimman tuoreet ja ajantasaiset luvut. Suoritan regressiot myös yhtiökokousvuotta edeltävien kolmen vuoden tunnuslukujen keskiarvoilla ja raportoin tekstissä tulosten mahdolliset eroavuudet verrattuna viimeisimmän vuoden taloudellisiin tunnuslukuihin.

### 9.1. Osakkuuksien ja äänten läsnäolo sekä osakkaan ehdotusten saamat puoltoäänät

Taulukossa 18 on esitelty lineaaristen regressioiden tulokset. Mallien selitysasteet ovat kohtalaisia tai hyviä, ne vaihtelevat 31 % ja 64 % välillä. Multikollineaarisuutta mittaava VIF-arvo on regressiomalleissa (1), (2) ja (3) kaikilla selittävillä muuttujilla alle 1,3. Regressiomallissa (4) Herfindahl-indeksin ja äänten suhteellisen läsnäolon VIF-arvot ovat yli 3 mutta alle 3,6. Peukalosääntönä voidaan pitää, että multikollineaarisuus on ongelma, jos selittävien muuttujien VIF-arvot ovat yli 10 (mm. Belsely (1991) ja Kennedy (1998)). Siten voidaan todeta, että selittävien muuttujien multikollineaarisuus ei tässä tapauksessa ole ongelma.

Hypoteesin 1 mukaisesti yhtiön suuri koko sekä yhtiön laaja ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus vähentävät yhtiökokoukseen osallistuvien osakkuuksien suhteellista määrää. Herfindahl-indeksillä kuvatus yhtiön ääniomistuksen keskittyminen näyttää myös vähentävän osakkuuksien läsnäoloa. Osakkuuksien suhteellista läsnäoloa ennustavan hypoteesin 1 määrittämisen yhteydessä todettiin, että taloudellisten tunnuslukujen vaikutussuunta on epäselvä ja siten sekä negatiivinen että positiivinen vaikutus on perusteltavissa. Taloudellisten tunnuslukujen osalta tulosten tulkinta ei olekaan aivan

yksiselitteistä. Korkea oman pääoman tuottoprosentti näyttäisi lisäävän osakkuuksien suhteellista läsnäoloa ja saavan siten tyytyväiset osakkaat osallistumaan yhtiökokoukseen. Toisaalta yhtiön liikevaihdon alempi – jopa negatiivinen - kasvuprosentti ja alempi omavaraisuusaste näyttäisivät lisäävän osakkaiden osallistumisaktiivisuutta. Tämä voi kertoa siitä, että jos yhtiö on taloudellisessa kriisissä, osakkaat osallistuvat yhtiökokoukseen kuullakseen yhtiön johdon toimenpiteistä yhtiön kurssin kääntämiseksi.

Yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyys ja pienempi ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus lisäävät hypoteesin 2 oletusten mukaisesti äänten suhteellista läsnäoloa yhtiökokouksessa. Yhtiön koon vaikutuksesta äänten suhteelliseen läsnäoloon ei tehty oletusta hypoteeseissa, mutta yhtiön suurempi koko näyttäisi lisäävän äänten suhteellista läsnäoloa. Yhtiön taloudellisen menestyksen vaikutuksesta ei myöskään tehty oletusta, mutta korkea oman pääoman tuotto näyttäisi selkeästi lisäävän äänten suhteellista läsnäoloa yhtiökokouksessa. Käytettäessä äänten suhteellisen läsnäolon logaritmista muunnosta selitettävänä muuttujana mallissa (3) tuloksissa ei ole merkittäviä eroja verrattuna malliin (2).

Mallin (4) tuloksista voidaan havaita, että osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo ja yhtiön pienempi hallintarekisteriomistus lisäävät osakkaan tekemän ehdotuksen saamia puoltoääniä hypoteesin 3 mukaisesti. Yhtiön koon vaikutuksesta puoltoääniin ei tehty oletusta, mutta yhtiön suurempi koko näyttäisi selvästi lisäävän suhteellisten puoltoäänten määrää. Hypoteesin 3 rakentamisen yhteydessä todettiin, että äänten suhteellisen läsnäolon sekä positiivinen että negatiivinen vaikutus puoltoääniin on perusteltavissa. Tulosten perusteella äänten suurempi suhteellinen läsnäolo vähentää osakkaan ehdotuksen saamia puoltoääniä. Siten voidaan todeta, että suuri äänten suhteellinen läsnäolo kertoo suurien osakkaiden osallistuvan yhtiökokoukseen ja äänestävän hallituksen ehdotuksen puolesta ja osakkaiden tekemää ehdotusta vastaan. Liikevaihdon muutosta lukuun ottamatta yhtiön huono taloudellinen menestys lisää osakkaan ehdotuksen saamia suhteellisia puoltoääniä, mutta mikään taloudellisista tunnusluvuista ei ole tilastollisesti merkitsevä selittävä muuttuja.



Taulukko 18

Lineaaristen regressiomallien tulokset

Taulukossa on esitelty osakkuuksien suhteellista läsnäoloa ja osakkaiden ehdotusten saamia puoltoääniä ennustavat lineaariset regressiomallit. Tilastollista merkitsevyyttä kuvaavat t-arvot on ilmoitettu suluissa kulmakertoimen alapuolella. Kolme tähteä (\*\*\*) kertoo muuttujan olevan tilastollisesti merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (\*\*) 5 % tasolla ja yksi tähti (\*) 10 % tasolla. "Odotettu etumerkki" -sarakeessa on ilmoitettu hypoteesien mukainen odotettu kulmakertoimen etumerkki, tai "+/-"-merkki, jos selittävän muuttujan oletettu vaikutuksen suunta on epäselvä ja etumerkki voi perustellusti olla plus tai miinus, tai kysymysmerkki, jos etumerkistä ei ole tehty oletusta.

Selittävät muuttuja	Lineaarinen regressio (1)		Lineaarinen regressio (2)		Lineaarinen regressio (3)		Lineaarinen regressio (4)	
	Osakkuuksien läsnäolo%, log muunnos	Odotettu etumerkki	Äänten läsnäolo%	Odotettu etumerkki	Äänten läsnäolo%, log muunnos	Odotettu etumerkki	Osakkaan ehdotuksen puoltoäänät%, log muunnos	Odotettu etumerkki
Selittävät muuttujat								
Vakio	0,15 (0,30)		0,70*** (10,95)		0,95*** (3,15)		0,30 (1,02)	
Herfindahl-indeksi	-3,65*** (-6,99)	-	0,79*** (12,12)	+	3,64*** (11,90)	+	0,03 (0,12)	-
Hallintarekisteriomistus% äänistä	-0,86*** (-2,59)	-	-0,47*** (-11,43)	-	-2,30*** (-11,83)	-	-0,38** (-2,67)	-
Ulkomaalaisiomistus% äänistä	-2,26*** (-3,01)	-	-0,30*** (-3,19)	-	-1,39*** (-3,11)	-	-0,21 (-0,60)	-
Osakkuuksien läsnäolo%, log muunnos							0,13*** (2,77)	+
Äänten läsnäolo%							-0,46** (-2,12)	+/-
Ln kokonaisosakasmäärä	-0,32*** (-6,38)	-	-0,02** (-2,57)	?	-0,07** (-2,42)	?	0,07*** (3,15)	?
Liikevaihdon muutos%, viimeisin vuosi	-0,27** (-2,27)	+/-	-0,01 (-0,65)	?	-0,03 (-0,41)	?	0,05 (0,61)	-
Oman pääoman tuotto%, viimeisin vuosi	0,41** (2,53)	+/-	0,06*** (2,74)	?	0,28*** (2,89)	?	-0,02 (-0,48)	-
Omavaraisuusaste%, viimeisin vuosi	-1,23*** (-3,09)	+/-	-0,06 (-1,12)	?	-0,36 (-1,51)	?	-0,18 (-1,05)	-
F-arvo	16,90		64,16		64,92		4,45	
Adjusted R <sup>2</sup>	0,31		0,64		0,64		0,38	
Havaintojen lukumäärä	247		248		248		51	

## 9.2. Yhtiökokoustapahtumat

Taulukossa 19 on esitelty yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä ennustavien logististen regressiomallien tulokset. Mallien selitysasteet vaihtelevat 16:sta % 62:een %. 0-tapahtumista (kyseistä tapahtumaa ei yhtiökokouksessa) mallit luokittelevat oikein keskimäärin yli 90 %, mutta 1-tapahtumista (kyseinen tapahtuma on yhtiökokouksessa) vain hieman yli 40 %.

Jokaisessa mallissa yhtiön suurempi koko ja osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo lisäävät oletetusti tapahtumien todennäköisyyttä yhtiökokouksessa. Yhtiön ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistuksen vaikutuksesta äänestysten, osakkaiden ehdotusten ja puheenvuorojen todennäköisyyteen ei tehty oletusta, eivätkä kyseiset selittävät muuttujat näissä kolmessa yhtiökokoustapahtumassa olekaan tilastollisesti merkitseviä. Sen sijaan, yhtiön suuri hallintarekisteriomistus lisää merkittävästi osakkaiden vastustusten todennäköisyyttä hypoteesin 7 mukaisesti. Äänen suhteellisen läsnäolon vaikutuksesta yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyteen ei tehty oletusta, mutta äänen suurempi suhteellinen läsnäolo näyttäisi vähentävän varsinkin osakkaiden ehdotusten todennäköisyyttä. Tulos tukee väitettä, että osakkaat tekevät vähemmän ehdotuksia tilanteessa, jossa he eivät usko ehdotuksensa läpimenoon. Tuloksesta voidaan myös päätellä, että osakkaat eivät selvässä tilanteessa väkisin tee hallituksen ehdotusta vastustavaa ehdotusta ja siten aloita niin sanottua turhaa äänestystä, vaan kirjauttavat mahdollisesti mieluummin eriävän mielipiteensä pöytäkirjaan.

Yhtiön huonon taloudellisen menestyksen oletettiin lisäävän äänestysten, osakkaiden ehdotusten ja vastustusten todennäköisyyttä. Pääsääntöisesti taloudellisten muuttujien vaikutussuunta olikin odotetunkaltainen. Heikko oman pääoman tuotto lisää äänestysten ja osakkaiden ehdotusten todennäköisyyttä, mutta selittävä muuttuja ei ole tilastollisesti kovin merkitsevä. Tilastollisesti merkitsevämpi on alhaisen liikevaihdon kasvuprosentin osakkaiden vastustusten todennäköisyyttä lisäävä vaikutus. Puheenvuorojen osalta yhtiön taloudellisen menestyksen sekä negatiivinen että positiivinen vaikutus oli perusteltavissa. Taloudellisten tunnuslukujen vaikutus puheenvuorojen todennäköisyyteen eroaakin vaikutuksesta muihin yhtiökokoustapahtumiin siinä, että sekä korkeampi oman pääoman tuotto että suurempi liikevaihdon kasvuprosentti lisäävät puheenvuorojen todennäköisyyttä. Kyseiset selittävät muuttujan eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä.



Yksi merkittävimmistä yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä ennustavien logististen regressiomallien tuloksista on se, että Herfindahl-indeksillä mitattu yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyys näyttäisi selvästi lisäävän kaikkien yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä. Tämä tulos on ristiriidassa hypoteeseissa 4-7 tehtyjen oletusten kanssa ja sen tulkinta on melko haasteellista. Yksi mahdollinen selitys tulokselle on, että osakkaat hieman protestinomaisesti tekevät ja vastustavat ehdotuksia sellaisten yhtiöiden yhtiökokouksissa, joiden ääniomistus on keskittynyttä, kuten esimerkiksi valtionyhtiöiden. Tulos on kuitenkin sikäli mielenkiintoinen ja yllättävä, että sen jatkotutkimus tulevaisuudessa voisi olla mielekästä.

Taulukossa 20 on yhteenvedonomaaisesti esitelty selittävien muuttujien hypoteesien mukaiset odotetut etumerkit ja regressioanalyysin toteutuneet etumerkit.

Taulukko 19

Logististen regressiomallien tulokset

Taulukossa on esitelty äänestysten sekä osakkaiden ehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten todennäköisyyttä yhtiökokouksessa ennustavat logistiset regressiomallit. Tilastollista merkitsevyyttä kuvaavat t-arvot on ilmoitettu suluissa kulmakertoimen alapuolella. Kolme tähteä (\*\*\*) kertoo muuttujan olevan tilastollisesti merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (\*\*) 5 % tasolla ja yksi tähti (\*) 10 % tasolla. "Odotettu etumerkki" -sarakeessa on ilmoitettu hypoteesien mukainen odotettu kulmakertoimen etumerkki, tai "+/-"-merkki, jos selittävän muuttujan oletettu vaikutuksen suunta on epäselvä ja etumerkki voi perustellusti olla plus tai miinus, tai kysymysmerkki, jos etumerkistä ei ole tehty oletusta.

Selitettävä muuttuja	Logistinen regressio (1)		Logistinen regressio (2)		Logistinen regressio (3)		Logistinen regressio (4)	
	Äänestyksiä on=1, ei=0	Odotettu etumerkki	Ehdotuksia on=1, ei=0	Odotettu etumerkki	Puheenvuoroja on=1, ei=0	Odotettu etumerkki	Vastustuksia on=1, ei=0	Odotettu etumerkki
Selittävät muuttujat								
Vakio	-6,04*** (-2,57)		-5,33** (-2,25)		-3,16** (-2,01)		-15,55*** (-3,61)	
Herfindahl-indeksi	6,24*** (2,83)	-	9,20*** (3,91)	-	3,76** (2,15)	-	6,84** (2,32)	-
Hallintarekisteriomistus% äänistä	-0,48 (-0,41)	?	-0,12 (-0,10)	?	-0,23 (-0,24)	?	7,57*** (3,47)	+
Ulkomaalaisiomistus% äänistä	3,38 (1,41)	?	2,72 (1,09)	?	-0,65 (-0,33)	?	-0,74 (-0,14)	+
Osakkuuksien läsnäolo%, log muunnos	0,66*** (3,02)	+	0,81*** (3,55)	+	0,46*** (2,81)	+	0,90*** (2,71)	+
Äänten läsnäolo%	-2,83* (-1,65)	?	-4,25** (-2,35)	?	-1,52 (-1,21)	?	-0,25 (-0,11)	?
Ln kokonaisosakasmäärä	0,85*** (4,31)	+	0,90*** (4,56)	+	0,56*** (4,16)	+	1,70*** (4,56)	+
Liikevaihdon muutos%, viimeisin vuosi	-0,35 (-0,63)	-	-0,40 (-0,69)	-	0,23 (0,85)	+/-	-3,30** (-2,22)	-
Oman pääoman tuotto%, viimeisin vuosi	-0,82* (-1,80)	-	-0,75* (-1,71)	-	0,06 (0,15)	+/-	2,37 (1,05)	-
Omavaraisuusaste%, viimeisin vuosi	0,10 (0,08)	-	-0,26 (-0,21)	-	-0,39 (-0,41)	+/-	-0,46 (-0,23)	-
Nagelkerke R <sup>2</sup>	0,27		0,35		0,16		0,62	
Havaintojen lukumäärä	241		241		241		241	



Taulukko 20  
Selittävien muuttujien odotetut ja toteutuneet vaikutussuunnat

Taulukossa on esitelty selittävien muuttujien hypoteesien mukaiset odotetut vaikutussuunnat ja regressioanalyysin toteutuneet kulmakerronnien etumerkit. Sarake "Odotettu etumerkki" kertoo selittävän muuttujan odotetun vaikutuksen suunnan selitettävään muuttujaan. "+/-"-merkki kertoo, että selittävän muuttujan vaikutussuunta on epäselvä ja sekä positiivinen että negatiivinen vaikutus selitettävään muuttujaan on perusteltavissa. Kysymysmerkki kertoo, että vaikutuksen suunnasta ei ole tehty oletusta. Sarakkeessa "Toteutunut etumerkki" on ilmoitettu selittävän muuttujan kulmakertoimen merkin lisäksi muuttujan tilastollinen merkitsevyys. Kolme tähteä (\*\*\*) kertoo muuttujan olevan merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (\*\*) 5 % tasolla ja yksi tähti (\*) 10 % tasolla.

Selittävä muuttuja	H1: osakkuuksien suhteellinen läsnäolo		H2: äänten suhteellinen läsnäolo		H3: osakkaan ehdotuksen saamat puoltäään		H4: äänestysten todennäköisyys		H5: ehdotusten todennäköisyys		H6: puheenvuorojen todennäköisyys		H7: vastustusten todennäköisyys	
	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki
Selittävä muuttuja														
Yhtiön suurempi koko	-	***	?	-	***	?	+	***	+	***	+	***	+	***
Äänimistuksen suurempi keskittyneisyys	-	***	+	+	***	-	-	+	***	-	-	+	***	+
Suurempi ulkomaalaisomistus	-	***	-	-	***	-	?	+	?	+	?	-	+	-
Suurempi hallintarekisteriomistus	-	***	-	-	***	-	?	?	?	-	?	-	+	***
Osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo						+	+	+	+	+	+	+	+	+
Äänten suurempi suhteellinen läsnäolo						+/-	?	-	?	-	?	-	?	-
Korkeampi oman pääoman tuottoprosentti	+/-	+	?	+	***	-	-	-	-	-	+/-	+	-	+
Korkeampi omavaraisuusaste	+/-	***	?	-		-	-	+	-	-	+/-	-	-	-
Suurempi liikevaihdon kasvuprosentti	+/-	***	?	-		-	-	-	-	-	+/-	+	-	***

## 10. JOHTOPÄÄTÖKSET

Suomalaisten osakkeenomistajien kiinnostus yhtiökokouksia kohtaan on tutkimushavaintojeni mukaan kasvanut viimeisten vuosien aikana. Osakkuuksien lukumäärillä mitattu keskimääräinen läsnäolo kohdeyhtiöiden varsinaisissa yhtiökokouksissa on kasvanut 20 % vuodesta 1999 vuoteen 2004. Kokonaisosakasmäärään suhteutettu osakkuuksien läsnäolo on sen sijaan ollut tarkastelujaksolla jopa hienoisessa laskussa, johtuen pääasiassa kohdeyhtiöiden kokonaisosakasmäärien noin 60 % kasvusta. Äänten ja osakkeiden läsnäolo on tarkastelujaksolla ollut laskussa. Tätä havaintoa tukee SVH PricewaterhouseCoopers Oy:n tekemä tutkimus vuoden 1998 varsinaisista yhtiökokouksista Suomessa, joissa osakkeiden ja äänten keskimääräiset läsnäoloprosentit olivat noin 5 prosenttiyksikköä korkeammat kuin käsillä olevassa tutkimuksessa. Äänten ja osakkeiden läsnäoloprosentin laskun yhtenä selityksenä on samanaikaisesti tapahtunut, Herfindahl-indeksillä kuvattu kohdeyhtiöiden ääniomistuksen hajaantuminen.

Äänestysten ja osakkaiden tekemien ehdotusten lukumäärät yhtiökokouksissa ovat olleet kasvussa tarkastelujaksolla. Kyseiset yhtiökokoustahtumat ovat myös jakautuneet entistä useamman yhtiökokouksen kesken. Osakkaiden puheenvuorot ja eriävät mielipiteet ovat lisääntyneet vielä äänestyksiä ja ehdotuksia nopeammin viime vuosina. Puheenvuorojen osalta kehityssuunta on pelkästään positiivinen, sillä osakkaiden aktiivisuuden lisääntyminen itse kokouspaikalla tekee kokoustilanteista avoimempia ja informatiivisempia kaikille osapuolille. Vastustusten lukumäärän kasvu kuvastaa lähinnä hallintarekisterissä olevien ulkomaalaisten osakkaiden tarvetta vastustaa tiettyjä päätöksiä turvatakseen omat oikeutensa mahdollisissa kiistatilanteissa päätösten sisällöstä.

Regressioanalyysin tulosten valossa voimme todeta, että sekä osakkuuksien että äänten läsnäolon kasvuun vaikuttavat yhtiön pienempi kokonaisosakasmäärä ja ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus sekä korkeampi oman pääoman tuotto. Liikevaihdon kasvu ja korkea omavaraisuusaste vähentävät osakkuuksien läsnäoloa. Yhtiön ääniomistuksen hajaantuneisuus vähentää äänten läsnäoloa, mutta lisää osakkuuksien läsnäoloa kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa.

Osakkaan yhtiökokouksessa tekemän ehdotuksen äänestyksessä saama ääniosuus kasvaa yhtiön koon kasvaessa, osakkuuksien suhteellisen läsnäolon lisääntyessä sekä äänten



suhteellisen läsnäolon ja yhtiön hallintarekisteriomistuksen vähentyessä. Yhtiön historiallisella taloudellisella kehityksellä ei näyttäisi olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta osakkaan tekemän ehdotuksen saamiin puoltoääniin.

Yhtiön suurempi koko lisää kohdeyhtiöiden yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä. Äänestysten ja osakkaiden ehdotusten todennäköisyyttä kasvattavia tekijöitä ovat yhtiön ääniomistuksen keskittyminen, osakkuuksien suhteellisen läsnäolon kasvu, äänen suhteellisen läsnäolon lasku sekä heikko oman pääoman tuotto. Vastustusten todennäköisyyttä lisäävät yhtiön laaja hallintarekisteriomistus ja alhainen, jopa negatiivinen, liikevaihdon kasvuprosentti.

Tutkimukseni täyttää mielestäni hyvin sille asetetut tavoitteet kattavan yleiskuvan luomisesta suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouksista ja osallistumisaktiivisuuden, yhtiökokoustapahtumien sekä äänestystulosten ja taloudellisten tunnuslukujen sekä yhtiön omistusrakenteen välisten tilastollisten riippuvuuksien analyysistä. Tutkimukseni täydentää nimenomaan suomalaista yhtiökokoustutkimusta merkittäväällä tavalla. Yksi mielenkiintoinen jatkolaajennus tutkimukselle olisi yhtiön osakekurssihistorian käyttäminen yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä ja osallistumisaktiivisuutta selittävänä tekijänä.

## LÄHDELUETTELO

Belsely, 1991. Conditioning Diagnostics: Collinearity and Weak Data in Regressions. New York.

Bethel, J.E. ja Gillan, S.L., 2002. The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting. Työpaperi. Center for Corporate Governance, University of Delaware.

Crespi-Cladera, R. ja Renneboog, L., 2003. Corporate Monitoring by Shareholder Coalitions in the UK. ECGI Working Paper Series in Finance.

De Jong, A., Mertens, G. ja Roosenboom, P., 2004. Shareholders' Voting at General Meetings: Evidence from the Netherlands. Työpaperi. Erasmus University Rotterdam.

Gordon, L.A. ja Pound, J., 1993. Information, Ownership Structure and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals. Journal of Finance 48, 697-718.

Gillan, S.L. ja Starks, L.T., 2000. Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors. Journal of Financial Economics 57, 275-305.

John, K. ja Klein, A., 1995. Shareholder Proposals and Corporate Governance. Työpaperi. New York University.

Johansson, S. Bolagsstämma. Juristförlaget, Stockholm, 1990.

Johnson, M. ja Shackell, M., 1997. Shareholder Proposals on Executive Compensation. Työpaperi. University of Michigan.

Karhu, K., Miettinen, K., Reinikainen, M. ja Wahlroos, J. Yhtiökokouskäytäntö. WSOY, Juva 1998.

Karpoff, J., Malatesta, P. ja Walkling, R., 1996. Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence. Journal of Financial Economics 42, 365-395.



Kennedy, P., 1998. A Guide to Econometrics, 4<sup>th</sup> Edition, Cambridge, MA: MIT Press: 190.

Lakhal, F., 2003. Earning Voluntary Disclosures and Corporate Governance: Evidence from France. Institut de Recherche en Gestion and ESA, Université Paris XII.

Lindholm, T., Rasinaho, V. ja Virtanen, O. Yhtiökokous Corporate Governancen Hengessä. WS Bookwell Oy, Juva 2004.

Lins, K. ja Warnock, F., 2004. Corporate Governance and the Shareholder Base. Työpaperi. ECGI Working Paper Series in Finance.

Maug, E. ja Rydqvist, K., 2001. What is the Function of the General Meeting? Evidence from the U.S. Proxy Voting Process. Työpaperi. Humbolt University and Norwegian School of Management.

Maug, E. ja Rydqvist, K., 2004. Do Shareholders Vote Strategically? Evidence on the Advisory Role of Annual General Meetings. C.E.P.R., Discussion Papers.

Strickland, D., Wiles, K. ja Zenner, M., 1996. A Requiem for the USA: Is Small Shareholder Monitoring Effective? Journal of Financial Economics 40, 319-338.

Strätling, R., 2003. General Meetings: A Dispensable Tool for Corporate Governance of Listed Companies. Corporate Governance: An International Review 11, 74-82.

## LIITTEET

### Tutkimukseen osallistuneet yhtiöt

Alma Media Oyj	Orion Oyj
Amer Sports Oyj	Outokumpu Oyj
Aspo Oyj	PKC Group Oyj
Aspocomp Group Oyj	Pohjola-Yhtymä Oyj
BasWare Oyj	Proha Oyj
Benefon Oyj	Puuharymä Oyj
Capman Oyj	Raisio Yhtymä Oyj
Citycon Oyj	Rautaruukki Oyj
Componenta Oyj	Sampo Oyj
Efore Oyj	SanomaWSOY Oyj
Elcoteq Network Oyj	Satama Interactive Oyj
eQ Online Oyj	Saunalahti Group Oyj
Etteplan Oyj	Scanfil Oyj
Finnair Oyj	Solteq Oyj
Fiskars Oyj Abp	Sponda Oyj
Fortum Oyj	Stockmann Oyj Abp
Incap Oyj	Stora Enso Oyj
Jaakko Pöyry Group Oyj	Tamfelt Oyj Abp
KCI Konecranes Oyj	Tecnomen Oyj
Keskisuomalainen Oyj	TietoEnator Oyj
Kesko Oyj	Tieto-X Oyj
Kesla Oyj	Tulikivi Oyj
KONE Oyj	UPM-Kymmene Oyj
Lemminkäinen Oyj	Uponor Oyj
Lännen Tehtaat Oyj	Vacon Oyj
Metso Oyj	YIT-Yhtymä Oyj
M-real Oyj	Yomi Oyj
Nokia Oyj	
OKO Osuuspankkien Keskuspankki Oyj	